



LISBON  
SCHOOL OF  
ECONOMICS &  
MANAGEMENT  
UNIVERSIDADE DE LISBOA

**MESTRADO EM FINANÇAS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**

**CORPORATE GOVERNANCE E  
VALOR DAS EMPRESAS COTADAS**

**Pedro Jorge R. F. Figueirôa Rego**

**Orientadores:**

**Prof. Doutor Eduardo Couto**

**Prof. Doutor Pedro Verga Matos**

**Dezembro 2015**

## Índice

Abstract	3
1 - Introdução	4
2 – Revisão da literatura	8
2.1- Estudos de enquadramento sobre <i>corporate governance</i>	9
2.2 - O impacto do governo das empresas na valorização das empresas cotadas	14
2.2.1 – Impacto das diferenças entre os quadros legais nacionais (e modelos legais de <i>corporate governance</i> ) na performance e valorização das empresas	15
2.2.2 - Impacto das diferenças na qualidade do <i>corporate governance</i> das empresas na sua performance e valorização	20
2.3 – Conclusões globais dos diversos estudos	29
3 – Objetivo do trabalho	31
4 - Amostra	32
5 - Metodologia e análise empírica	33
5.1 – Estatística descritiva	34
5.1.1 – Análise Global	34
5.1.2 – Análise Por Setor	37
5.1.3 – Análise Por País	40
5.2 – Análise de Regressão	44
6 – Conclusões	51
7 – Limitações e trabalhos futuros	53
Lista de acrónimos	55
Referências	56

## Tabelas

-Tabela 5-1 - Estatísticas descritivas principais para todas as variáveis:	
Mínimo, Máximo, Média, Desvio Padrão e Variância.	34
-Tabela 5-2 - <i>Rating</i> Global – Média por Setor	37
-Tabela 5-3 - <i>Rating</i> Global - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Setores	38
-Tabela 5-4 - Q de Tobin – Média por Setor	39
-Tabela 5-5 - Q de Tobin - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Setores	40
-Tabela 5-6 - <i>Rating</i> Global – Média por País	41
-Tabela 5-7 - <i>Rating</i> Global - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Países	41
-Tabela 5-8 - Q de Tobin – Média por País	42
-Tabela 5-9 - Q de Tobin - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Países	43
-Tabela 5-10 – Descrição das Variáveis	45

## Figuras

-Figura 5-1 - Histograma do <i>Rating</i> Global de <i>Corporate Governance</i>	35
-Figura 5-2 - Gráfico do <i>Rating</i> Global de <i>Corporate Governance</i> / Q de Tobin	36
-Figura 5-3 - Gráfico <i>Rating</i> Global de <i>Corporate Governance</i> /Rácio <i>Price-to-Book</i>	36

## **Abstract**

In this paper we analyze whether good governance leads to higher firm value in Europe. We use International Shareholder Services Corporate Governance Ratings for companies included in the FTSE Eurofirst 300. Following the approach of Bauer *et al* (2003) and Gompers *et al* (2003), we examine the relationship between corporate governance and firm value, as approximated by Tobin's Q. With the same purpose, and following Black (2002), we use the Price-to-book Ratio. Finally, following Drobetz *et al* (2003) and Lombardo (2000), we use the Price-earnings Ratio. Contrary to the majority of the studies having the same objective, we don't find evidence that corporate governance is valued by investors.

**Keywords:** Corporate governance, firm value.

## 1 - Introdução

A partilha do poder nas empresas, entre administradores e acionistas e, dentro destes últimos, entre acionistas majoritários e minoritários, bem como a influência dessa partilha de poder na apropriação relativa da riqueza gerada pelas empresas, são objeto de estudo já há várias décadas. No entanto, e durante muitos anos, o tema do *corporate governance* suscitou um interesse limitado e centrado quase exclusivamente na realidade dos EUA. Shleifer e Vishny (1997) referiam que, à data do seu artigo, se sabia ainda muito pouco de *corporate governance* no que respeita aos restantes países que não os EUA, mesmo entre as economias mais ricas. Perguntas como “Qual a natureza dos sistemas legais para proteção dos investidores?” ou “Quais as diferenças entre as leis relativas às empresas e como é que a sua aplicação diferia entre os diversos países?” careciam ainda, à época, de resposta. Mas os escândalos financeiros ocorridos em anos recentes, os quais atingiram diversas grandes empresas cotadas, tanto no mercado americano (Enron, Worldcom,...) como em mercados europeus (Ahold, Parmalat,...), colocaram num plano de maior evidência a importância da análise da qualidade do *corporate governance*, tanto ao nível do quadro institucional que o regula, nos diferentes países, como das boas práticas ao nível das empresas, dentro de cada país.

A análise da qualidade do *corporate governance* é complexa, até pelo seu carácter sistémico, e exige, também, a utilização de fatores objetivos. Foi nesse contexto que surgiram os *ratings* de *corporate governance*, divulgados atualmente por diversas entidades (International Shareholder Services, Governance Metrics International, Standard & Poors, ...), os quais se baseiam na análise de um número alargado de fatores qualitativos e quantitativos relacionados com o *corporate governance* das sociedades. Pese embora existam algumas diferenças entre as agências de *rating*, no que respeita aos

critérios utilizados para a construção desses *ratings*, todos eles têm em consideração a estrutura acionista da sociedade, os direitos dos seus acionistas, as relações com os *stakeholders*, a qualidade da administração (estrutura, composição, independência e funcionamento) e a qualidade global da informação financeira divulgada (transparência, divulgação e certificação). Segundo Kiernan (2003), os *ratings* de *corporate governance* surgiram recentemente, estando ligados aos referidos escândalos financeiros, dos quais a Enron foi o primeiro exemplo, em 2001: “*These cases (...) have fundamentally shaken both investor’s and the general public’s confidence in the reliability and even the relevance of audited financial statements, once among the most basic raw material of securities analysts everywhere. This is creating unprecedented opportunities for proponents of alternative (or at least supplementary) analytical approaches*”. Também Brown (2003) considera que o caso Enron foi determinante para a difusão de *ratings* não financeiros. A divulgação destes *ratings* tem no entanto sido feita de forma algo restrita e só muito recentemente os sistemas de informação financeira com larga utilização pelos investidores começaram a divulgar os *ratings* de *corporate governance*<sup>1</sup>.

A crescente importância atribuída ao *corporate governance* pelos investidores é ilustrada pelo *Global Investor Opinion Survey* (McKinsey&Company, 2002), no qual 70 a 80% dos investidores (consoante as regiões em questão) afirmaram estar dispostos a pagar um prémio pelas ações de empresas com bom *corporate governance*. Mais recentemente, um estudo idêntico realizado pela Ernst & Young (*Ernst & Young Corporate Governance Web Survey*), efetuado em Maio e Junho de 2005, revelou conclusões semelhantes: cerca de metade dos inquiridos afirmaram estar dispostos a

---

<sup>1</sup> A Bloomberg, o sistema de informação líder a nível mundial, começou a fazê-lo apenas em 2007.

pagar um prémio pelas ações de empresas com políticas credíveis ao nível do controlo do risco e do *corporate governance*.

Apesar do consenso em torno da importância do *corporate governance* ser hoje bastante alargado, importa saber se a qualidade do *corporate governance* influencia efetivamente a performance das empresas, designadamente das que são cotadas em bolsa e, sobretudo, no caso destas últimas, se os investidores valorizam, de facto, a qualidade do *corporate governance*.

Diversos estudos têm abordado esta temática, procurando analisar a relação entre a qualidade do *corporate governance* e (1) os retornos das ações ao longo de um determinado período<sup>2</sup>, (2) a performance operacional das empresas<sup>3</sup> e (3) o valor das ações num determinado momento (existência de um prémio incorporado na cotação).

O presente estudo enquadra-se neste último grupo, isto é, concentra-se na análise da relação entre a qualidade do *corporate governance* e o valor das empresas cotadas em bolsa, procurando aferir se as empresas com melhor qualidade ao nível do *corporate governance* têm, em média, e num determinado momento, um prémio incorporado nas respetivas cotações.

---

<sup>2</sup> Parece-nos no entanto questionável a utilidade da análise baseada na evolução de cotações observada durante um certo período. De facto, tudo o resto igual, uma empresa com uma pior qualidade de CG no final de um período escolhido para análise, mas com uma maior evolução na qualidade do CG ao longo desse mesmo período (a qual é aliás difícil de aferir, em termos estatísticos, devido ao reduzido registo histórico de *ratings* disponível e à rápida evolução dos critérios utilizados para cálculo desses *ratings*), tenderá a ter uma maior valorização do que uma empresa com melhor qualidade de CG no final do período, mas com menor evolução dessa qualidade ao longo do período. A questão coloca-se também quanto à variável independente, isto é, se estamos a ter como regressor a variação da qualidade de CG (onde este comentário seria pertinente) ou apenas o seu valor absoluto (onde nada obsta a que um maior *rating* corresponda a uma maior variabilidade)

<sup>3</sup> Existem resultados contraditórios nos diversos estudos publicados, sendo por vezes essa relação, surpreendentemente, negativa (Bauer *et al* 2003), mas existindo noutros estudos – em Lombardo (2000), uma análise que engloba 21 países, e em Gompers *et al* (2003) para o mercado americano - evidência de uma relação positiva. Uma explicação avançada como sendo possível para estes resultados contraditórios, por Bauer *et al* (2003), é a de que os dados contabilísticos poderão ser medidas enviesadas da performance operacional.

Existem dois elementos inovadores neste estudo: (1) por um lado, utiliza uma amostra de empresas europeias, quando a maioria dos estudos sobre este tema é dedicado às empresas dos EUA, tendo poucos abordado o caso das empresas europeias e fazendo-o, em geral, apenas para empresas sediadas num único país europeu. (2) Por outro lado, utiliza *ratings* de *corporate governance* ao nível de cada empresa, divulgados por uma entidade independente, a International Shareholder Services, quando estes *ratings* têm sido pouco utilizados em estudos académicos, devido provavelmente ao carácter restrito da sua divulgação e ao reduzido número, quer de empresas objeto de *rating*, quer de anos observados. Face a estas dificuldades, a solução encontrada pelos investigadores tem sido a de desenvolver índices de *corporate governance* para as empresas que compõem as respetivas amostras, com os riscos inerentes<sup>4</sup> e a desvantagem de esta informação não estar disponível para todos os agentes do mercado<sup>5</sup>.

Assim, apenas Bauer *et al* (2003) efetua uma análise ao nível pan-europeu e recorre a *ratings* de *corporate governance* produzidos por uma agência especializada, a Deminor. Porque poucos estudos abordam a realidade europeia de uma forma transversal aos diversos países e porque acreditamos que existe uma clara vantagem em utilizar *ratings* de *corporate governance* divulgados ao mercado - o que se verificou apenas muito recentemente, no que respeita à divulgação pelas principais agências de informação financeira, tornando-se assim, a partir daí, passíveis de ser utilizados pela generalidade dos investidores - utilizamos os *ratings* da ISS-*International Shareholder Services* para as empresas pertencentes ao índice pan-europeu *FTSE Eurofirst 300* (índice que sucedeu ao *FTSE Eurotop 300* utilizado por Bauer *et al*).

---

<sup>4</sup> Metodologia seguida por, designadamente, Black (2002), Drobetz (2003), Gompers (2003), Bebchuck (2005) e Brown (2006). Existe nesta metodologia o risco de a construção do índice ser efectuada em função das conclusões “pretendidas”

<sup>5</sup> Consideramos que a análise da relação entre a qualidade do CG e o valor das empresas é mais verdadeira se efectuada com base em informação disponível para os agentes do mercado, já que esta é uma condição necessária para que essa mesma informação possa estar incorporada nas cotações.



Seguindo a metodologia de Bauer *et al.* (2003) e de Gompers *et al* (2003), examinamos o impacto do *corporate governance* no valor das empresas cotadas, medido pelo rácio Q de Tobin<sup>6</sup>. Com o mesmo fim, e seguindo Black *et al* (2002), usamos igualmente o rácio “*Price-to-Book*”. Finalmente, tal como Drobetz *et al* (2003) e Lombardo e Pagano (2000) utilizamos também o “*Price Earnings Ratio*”.

## 2 – Revisão da Literatura

Estruturamos esta breve análise da literatura da seguinte forma: primeiro analisamos os principais estudos de enquadramento sobre *corporate governance*, os quais abordam o tema de forma transversal, fazendo uma síntese das conclusões dos principais estudos disponíveis sobre diversas temáticas em torno do *corporate governance*. De seguida, concentramo-nos na análise dos principais estudos sobre a relação entre *corporate governance* e o valor das empresas, sendo feita uma análise separada dos estudos que (1) analisam as diferenças entre países, no que respeita à qualidade dos sistemas legais e a sua influência na performance e valor das empresas e (2) abordam as diferenças na qualidade do CG das empresas e o seu impacto na sua performance e valorização.

---

<sup>6</sup> Definido como o valor de mercado dos ativos de cada empresa, dividido pelo valor líquido contabilístico desses mesmo ativos, onde o valor de mercado dos ativos é calculado como o valor do ativo líquido mais a capitalização bolsista menos o valor contabilístico dos capitais próprios menos os impostos diferidos.

## 2.1 - Estudos de enquadramento sobre *Corporate Governance*

Shleifer e Vishny (1997) apresentam uma síntese sobre o conhecimento disponível sobre *corporate governance* à data, que presta especial atenção à proteção legal dos investidores e à concentração do capital, nos diversos sistemas de *corporate governance* existentes a nível mundial. Baseia-se nas conclusões de um vasto conjunto de artigos, pelo que não há uma análise direta dos dados, sendo utilizadas as conclusões de outros estudos sobre os diversos pontos em análise. Desta forma, as amostras e os períodos analisados são bastante diversos, tal como o são as fontes de informação.

Começam por analisar o “Problema de Agência”, relativo à separação entre financiamento e gestão de uma empresa, ou seja, separação entre a propriedade e o controlo (págs 740/741): “(...) *an entrepreneur, or a manager, raises funds from investors either to put them to productive use or to cash out this holdings in the firm. The financiers need the manager’s specialized human capital to generate returns on their funds. The manager needs the financiers’ funds, since he either does not have enough capital of his own to invest or else wants to cash out his holdings. But how can financiers be sure that, once they sink their funds, they get anything but a worthless piece of paper back from the manager? The agency problem in this context refers to the difficulties financiers have in assuring that their funds are not expropriated or wasted on unattractive projects.*”

No entanto, os grandes investidores, e o poder de que dispõem, podem também implicar custos para os pequenos investidores e outros *stakeholders*. Este ponto é igualmente objeto de análise.

Como principais conclusões com relevância para o presente estudo, os autores referem que:

-O problema de agência existe de facto globalmente e é sério: os gestores têm na prática um controlo bastante grande sobre as empresas, sendo difícil para os investidores a utilização dos poderes que derivam da posse do capital. As oportunidades de expropriação dos investidores pelos gestores são de facto evidentes e documentadas por diversos estudos: Baumol (1959), Marris (1964), Williamson (1985), Jensen (1986), Grossman (1988) e Shleifer (1989). A proteção legal dos investidores é assim considerada um elemento essencial do *corporate governance*.

-Os grandes investidores podem ser eficazes a resolver os problemas de agência, mas podem também promover a expropriação de outros investidores (designadamente os acionistas minoritários) em favor deles próprios. Os *LBO's* são operações que envolvem sobretudo grandes investidores e portanto as conclusões no que respeita aos problemas de agência são idênticas.

-Os sistemas de *corporate governance* bem sucedidos, como o dos EUA, Alemanha e Japão, combinam uma proteção legal significativa para a generalidade dos investidores, pequenos ou grandes, com um importante papel desempenhado pelos grandes investidores.

-Os sistemas de *corporate governance* menos desenvolvidos (por exemplo a Itália ou a Rússia) oferecem pouca proteção legal aos investidores, sendo caracterizados pela prevalência de empresas familiares e empresas dominadas por *insiders*, tendo menor acesso a financiamento externo.

-Apesar dos bons sistemas de *corporate governance*, como o dos EUA, Alemanha ou Japão se distinguirem pela positiva dos demais, os autores referem não existir

evidência sobre qual, de entre esses sistemas de *corporate governance* bem sucedidos, é o melhor.

-Finalmente, os autores concluem que a compreensão da política de *corporate governance* a nível mundial, mesmo entre os especialistas, continua a ser muito limitada e que as políticas de defesa dos investidores (normas legais), suas semelhanças e diferenças, não estão ainda suficientemente estudadas fora dos EUA.

Gugler, Mueller e Yurtoglu (2004) apresentam igualmente uma síntese sobre o conhecimento atualmente disponível sobre as estruturas de *corporate governance* a nível internacional (modelo anglo-saxónico, modelo germânico, modelo japonês e “outros modelos asiáticos”) e a sua influência sobre as performances económicas. É analisada a identidade dos detentores do capital das empresas, a composição dos respetivos conselhos de administração, bem como os sistemas legais dos países em que estão sediadas. É igualmente examinada a evidência de que as diferenças ao nível do enquadramento legal do *corporate governance* conduzem, ou estão associadas, a diferenças na performance económica. Por último é analisada a perspetiva de convergência das estruturas de *corporate governance* a nível internacional. Este estudo baseia-se nas conclusões de um vasto conjunto de outros artigos, pelo que não há uma análise direta dos dados, sendo utilizadas as conclusões de outros estudos sobre os diversos pontos em análise. Desta forma, as amostras e os períodos analisados são bastante diversos, tal como o são as fontes de informação.

Em termos de metodologia são analisadas as três categorias de fatores que, segundo os autores, são abrangidas pela noção de *corporate governance*: (1) a identidade dos acionistas de referência das empresas e a dimensão das suas participações (2) a estrutura de *governance* das sociedades: número, dimensão e composição dos órgãos sociais e de

supervisão e (3) o enquadramento legal e político que afeta o comportamento da administração das empresas.

Essa análise é feita para 39 países, classificados pelos autores em duas categorias de sistemas de *corporate governance*: (1) os sistemas “*insider*”, onde os acionistas de referência estão diretamente representados nos órgãos sociais (essencialmente Europa continental, Japão e restantes países asiáticos) e (2) os sistemas “*outsider*”, onde o capital está em média bastante disperso, e em que os acionistas exercem assim um controlo indireto sobre os órgãos de gestão (países anglo-saxónicos). No caso do primeiro sistema, os autores distinguem ainda entre dois sub-grupos: a) os países em que o controlo das empresas é unidirecional, isto é as participações são detidas normalmente num só sentido (Europa continental) e b) o “formato japonês”, em que são muito frequentes as participações cruzadas (engloba também outros países asiáticos, como a Coreia do Sul).

Ao nível das conclusões mais relevantes, e no que respeita à relação entre os padrões de detenção do capital, a intervenção na gestão das empresas e a performance económica:

- A percentagem média de detenção do capital das empresas é bastante menor (maior dispersão) nos países anglo-saxónicos do que nos países da Europa continental, quer com o modelo germânico, quer com o modelo francês (considerado semelhante ao asiático). A única exceção na Europa continental é o modelo escandinavo, sendo que as empresas dos países em questão têm uma dispersão de capital superior inclusivamente à dos países com o modelo anglo-saxónico<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> No que respeita aos grupos que incluem empresas de países igualmente abrangidos pelo presente estudo, e seguindo a classificação de La Porta (1998), os autores revelam que nos sistemas legais de origem inglesa (EUA, Irlanda, Reino Unido, ...) o maior acionista detém, em média, 34,03% do capital, nos sistemas legais de origem germânica (que inclui a Alemanha, Austria e Suíça) o maior acionista detém em média 53% e nos sistemas de origem francesa (que inclui, entre outros, a Bélgica, Espanha, França,

-Há forte evidência de que o “*entrenchment effect*” (efeito da concentração da propriedade do capital pelos *insiders*) conduz a uma pior performance das empresas, do ponto de vista dos acionistas. No entanto, a posse de participações limitadas por parte do *management* parece ser um incentivo à boa performance na gestão<sup>8</sup>.

-Os pequenos acionistas têm como único interesse a maximização do valor das suas ações, mas têm pouco poder quando é necessário assegurar a prossecução desse fim.

-Os acionistas institucionais têm aumentado o seu peso no mercado nas últimas décadas, são mais interventivos do que os pequenos acionistas, designadamente em assembleias gerais, mas não têm grande influência na condução dos destinos das empresas em que participam<sup>9</sup>.

Os autores concluem ainda, no que respeita às características do conselho de administração e sua influência na performance, contrariamente ao que fazem crer alguns estudos sobre a importância da dimensão e composição dos órgãos sociais, não há evidência de que a performance de uma empresa esteja positivamente relacionada com o

---

Grécia, Holanda, Itália e Portugal) esse valor é de 42,99%. Nos sistemas legais de origem escandinava (Dinamarca, Finlândia, Noruega e Suécia), esse valor é de 27,07%. De referir que La Porta (1998) concluiu que o sistema anglo-saxónico é o que melhor protege os acionistas minoritários e mais favorece portanto a dispersão acionista e que, dentro dos modelos da Europa Continental, o modelo francês é o pior a este nível, sendo o modelo escandinavo o melhor.

<sup>8</sup> Morck (1988) demonstrou a existência de uma relação não linear entre o Q de Tobin e a detenção de participações pelo *management*: o Q de Tobin sobe de 0,75, quando o *management* não detém qualquer participação no capital, para cerca de 1,0, quando este detém 5%, para depois cair, atingindo um valor de apenas 0,7, quando o *management* detém 25% do capital da empresa.

<sup>9</sup> Entre 1950 e 1994, as participações detidas por investidores institucionais aumentou de 10% para mais de 50% (Friedman, 1996). Apesar deste facto aumentar consideravelmente a sua capacidade de intervenção em assembleia geral, os investidores institucionais não utilizam, em média, de forma significativa, essa capacidade de influência (Denis, 2001).

número de administradores independentes, nem negativamente relacionada com a dimensão do seu Conselho de Administração.<sup>10</sup>

Ao nível dos sistemas legais e sua influência na performance económica, verifica-se que nos sistemas “*insider*” a eficiência das empresas (medida pelo Q de Tobin) é bastante menor que nos sistemas “*outsider*” (anglo-saxónicos). Isso é coerente com os melhores sistemas legais (ao nível do *governance*) existentes nos sistemas “*outsider*”.

Os autores concluem que os sistemas de *governance* anglo-saxónicos são melhores no que respeita à proteção dos acionistas e conduzem a uma performance económica superior.

## 2.2 - O impacto do governo das empresas na valorização das empresas cotadas

É já no final da década de 90 que começa a ser estudado de forma mais aprofundada o impacto da qualidade do *corporate governance* na performance das empresas cotadas em bolsa.

As abordagens ao tema são diversas, podendo ser feita uma classificação dos diversos trabalhos em duas categorias: (1) os que analisam as diferenças entre países no que respeita à qualidade dos sistemas legais (utilizando a clássica classificação de La Porta *et al* (1998), definindo dois sistemas principais – *common law* e *civil law*) em termos de *corporate governance* e a sua influência na performance e valorização das empresas e (2) os que abordam as diferenças na qualidade do *corporate governance* das empresas,

---

<sup>10</sup> Três estudos concluem que não há evidência de que a composição do conselho de administração tenha relação com a performance da empresa (Hermalin e Weisbach 2003, Dalton *et al* 1998 e Bhagat e Black 1999, 2000). A explicação adiantada é a de que a existência de uma proporção significativa de administradores independentes pode piorar a performance da empresa, devido a um menor conhecimento dos detalhes operacionais dessa empresa. Os resultados de Klein (1998) são consistentes com esta conclusão.

em geral dentro de um mesmo país, e portanto num quadro institucional comum a todas essas empresas, procurando uma vez mais determinar o impacto na performance e valorização das empresas. Dentro deste segundo conjunto de estudos cuja análise se centra na qualidade do *corporate governance* das empresas, existe apenas uma exceção, um estudo (Bauer *et al* 2003) que analisa uma amostra de empresas sediadas em diversos países europeus, analisando o impacto da qualidade do respetivo *corporate governance* na performance e valorização dessas mesmas empresas.

### **2.2.1 – Impacto das diferenças entre os quadros legais nacionais (e modelos legais de *corporate governance*) na performance e valorização das empresas.**

No que respeita aos estudos pertencentes à primeira categoria, La Porta *et al* (1999) estudaram os efeitos no valor das empresas, decorrentes da proteção legal dos acionistas minoritários, bem como da propriedade dos *cash-flows* (isto é, do capital) por um acionista maioritário. A amostra é constituída por 371 grandes empresas pertencentes a 27 países desenvolvidos<sup>11</sup>.

Como variáveis dependentes são usados o Q de Tobin e o rácio *Cash-Flow-to-Price*. Como variáveis independentes são usadas duas variáveis que ilustram a qualidade do *corporate governance*: um índice de direitos anti-administração (*Antidirector Index*, no

---

<sup>11</sup> Os dados são de 1995, no caso dos dados financeiros, e de 1995 e 1996 (e alguns de 1997), no caso dos dados sobre a estrutura de participações. Os dados financeiros são os necessários ao cálculo dos rácios Q de Tobin (no numerador o ativo líquido menos capitais próprios menos impostos diferidos mais capitalização bolsista e no denominador o ativo líquido) e *cash-flow-to-price* (média dos cash-flows dos 3 últimos anos divididos pela capitalização bolsista). No que respeita à estrutura de participações, são excluídas da amostra as filiais de empresas estrangeiras (se estas tiverem mais de 50% dos direitos de voto).



original) e um rácio, designado de *Wedge*<sup>12</sup> que traduz a relação entre propriedade do acionista de controlo e o seu direito de voto. São ainda utilizadas uma variável *dummy*, para distinguir entre países de *common law* versus países de *civil law* e o crescimento das vendas nos três últimos anos<sup>13</sup>.

Os autores concluem que há evidência de que as empresas sediadas em países com maior proteção dos acionistas minoritários (países de *common law*) são mais valorizadas pelos investidores<sup>14</sup>. Esta evidência demonstra a importância da expropriação dos acionistas minoritários em diversos países, e do papel da lei como limitador das possibilidades de expropriação.

Mais tarde, Lombardo e Pagano (2000) investigam se as diferenças nos quadros legais de diversos países desenvolvidos e emergentes ajudam a explicar os retornos esperados (exigidos) pelos investidores. Assim, para analisar o comportamento da variável dependente ROE são utilizados dados mensais sobre os retornos totais em 21 mercados de ações de outros tantos países desenvolvidos<sup>15</sup>, entre Dezembro de 1969 (ou Dezembro de 1987, para 3 desses países) e Dezembro de 1999. São também analisados dados mensais sobre os retornos de 24 países emergentes (incluindo Portugal), com diversas datas de início, mas todos até Dezembro de 1999. Os índices utilizados são os *Morgan Stanley Capital International (MSCI)*.

Os retornos são medidos em USD e comparam com a taxa sem risco em USD (*Treasury Bill* a 3 meses). As variáveis independentes são dados contabilísticos anuais, bem como rácios, como o *Price Earning Ratio (PER)*, *Price-Book Value (PBV)* e *Dividend Yield (DY)*, para as empresas pertencentes aos referidos países. As variáveis independentes

---

<sup>12</sup> Rácio entre a % de direitos de voto detida pelo acionista principal e a % de “direito ao cash-flow” (“cash-flow rights” no original).

<sup>13</sup> A justificação dada pelos autores é de que o crescimento das vendas é menos manipulável do ponto de vista contabilístico do que o crescimento dos resultados, variável que é mais frequentemente utilizada.

<sup>14</sup> A mediana das medianas para o Q de Tobin é de 1,23 para os países de *common law* e de 1,10 para os países de *civil law*.

<sup>15</sup> São utilizados os Índices MSCI para cada país

sobre a qualidade dos quadros/sistemas legais dos diversos países são as do estudo de La Porta *et al* (1998), como a Eficiência Judicial e a “*Rule of Law*”, cujos dados são fornecidos pela agência de *rating* de risco país *ICR-International Country Risk*.

Emergem três conclusões principais deste estudo:

- (1) Os retornos globais de cada mercado (medidos pelo índice MSCI) estão positivamente correlacionados com a qualidade do quadro legal e das instituições, como a eficácia do sistema judicial;
- (2) Os valores dos rácios DY, PBV e PER estão também positivamente correlacionados com a qualidade dessas instituições;
- (3) Os retornos obtidos pelas ações individualmente consideradas (por contraposição aos mercados, considerados como um todo) não têm relação com a proteção dos acionistas minoritários conferida pelo quadro legal, tal como medida por La Porta *et al* (1998)<sup>16</sup>.

Os autores interpretam a correlação positiva “*cross-country*” entre a qualidade do sistema legal e o ROE esperado, como resultando da redução da expropriação dos minoritários, bem como do aumento da rentabilidade das empresas, ambos associados à existência de um melhor quadro institucional.

Faccio e Lang (2001) analisam a estrutura acionista e o controlo de 5.232 empresas em 13 países da Europa ocidental, por forma a determinar os pesos relativos das empresas com capital disperso, com controlo familiar ou com parte do capital detido pelo Estado. É também averiguado por que meios é que os acionistas de referência têm um controlo proporcionalmente superior ao peso das suas participações nas empresas.

---

<sup>16</sup> Segundo os autores, isso poderá ficar a dever-se ao facto da avaliação dos direitos dos acionistas proposta por La Porta *et al* (1998) poder não incluir todos os aspectos relevantes ao nível do enquadramento legal, ou porque quando a lei não protege suficientemente os pequenos acionistas, a presença dos grandes acionistas ser suficiente para não permitir a diferenciação dos retornos.

Foram recolhidos dados sobre a propriedade “de ultima instância” (após “desmontadas as estruturas de controlo intermédias”, ou em pirâmide), de todos os acionistas com mais de 5% do capital de cada empresa, estando representadas na amostra empresas cotadas em 13 países: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça e RU. Foram incluídas nesta amostra empresas de todas as dimensões, bem como empresas financeiras e não financeiras.

O controlo é medido por via dos direitos de voto, isto é, são consideradas as participações diretas e indiretas (via holdings, estruturas piramidais ou participações cruzadas). A propriedade é medida pelo direito aos “*cash-flows*”. A eventual diferença entre ambos advém da possível existência de diferentes espécies de ações para uma mesma empresa (ações com e sem direito a voto), ou da utilização de estruturas piramidais.

A conclusão é de que, globalmente, predominam as empresas com propriedade familiar (44,3%) e com capital disperso (36,9%). As primeiras são mais representativas nos países da Europa continental, e as segundas nos países anglo-saxónicos, que são também os que possuem menos empresas detidas pelo Estado. As empresas de grande dimensão e as empresas financeiras têm mais frequentemente o capital disperso, enquanto as não financeiras e PME têm mais frequentemente o controlo exercido por famílias. O Estado tem algum peso como acionista em grandes empresas, em alguns países da Europa continental<sup>17</sup>. As empresas com capital muito disperso (sem acionistas com posições de controlo) controlam em média poucas outras empresas<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> A título de exemplo, o Estado detinha à data o controlo sobre 15,8% das empresas analisadas na Finlândia, 15,3% na Áustria, 13,1% na Noruega, 10,3% em Itália, 6,3% na Alemanha, 5,8% em Portugal, 5,1% em França e 4,1% em Espanha, contra apenas 0,1% no Reino Unido e 1,5% na Irlanda.

<sup>18</sup> A média global, para todos os países é de 1,7% das empresas controladas por “empresas com capital muito disperso”

Mais recentemente, Aggarwal *et al* (2007) compara a qualidade do *corporate governance* existente em 22 países com a dos EUA, através de um “*governance gap*” calculado para as empresas estrangeiras, por relação com as congéneres americanas comparáveis. São utilizados dados da *ISS-Institutional Shareholder Services* para 2.235 empresas não americanas e para 5.296 empresas americanas. Os autores criaram um índice que denominaram de Gov-Index, utilizando informação relativa a 44 disposições de *corporate governance*, divulgada pela ISS. As variáveis utilizadas no modelo de regressão são o Q de Tobin, como variável dependente e, como variáveis independentes, o log do ativo líquido, o crescimento médio das vendas, o investimento médio em *R&D*, a percentagem de vendas no estrangeiro, o rácio *cash*/ativos, o rácio *capex*/ativos, o rácio ativo fixo/vendas, o rácio *EBIT*/vendas, o rácio de endividamento e a percentagem do capital que não é “*free-float*”. É ainda incluída uma *dummy* para distinguir as empresas com programas de *ADR*'s.

Os autores concluíram que 92% das empresas não americanas pertencentes à amostra têm níveis de *corporate governance* inferiores às suas congéneres americanas comparáveis (*governance gap* negativo) e que as que têm níveis de *corporate governance* superiores são maioritariamente do Canadá e do Reino Unido. Concluem igualmente que há uma forte correlação entre o *governance gap* e o valor das empresas, mas que as empresas não americanas com um *governance gap* positivo ganham mais do que perdem as empresas não americanas com um *governance gap* negativo (efeito assimétrico).

As principais conclusões que se podem tirar destes estudos são:

- (1) As empresas sediadas em países com um quadro legal que ofereça maior proteção aos acionistas minoritários (com destaque para os países anglo-saxónicos) são mais valorizadas pelos investidores;

- (2) Os países com maiores níveis de proteção são também os que possuem maior número de empresas com capital disperso e menos empresas controladas pelo Estado;
- (3) Por último, as maiores empresas têm mais frequentemente o capital disperso, enquanto as PME são maioritariamente detidas por famílias.

### **2.2.2- Impacto das diferenças na qualidade do *corporate governance* das empresas na sua performance e valorização**

No que respeita aos estudos pertencentes à segunda categoria, os que abordam as diferenças na qualidade do *corporate governance* das empresas dentro de um mesmo país, Black, Jang e Kim (2002) demonstram que o *corporate governance* é um importante fator explicativo do valor das empresas e do retorno obtido com as ações cotadas no mercado coreano. Para tal foram utilizados dados obtidos através de um inquérito a 560 empresas cotadas, os quais serviram de base à construção de um índice de *corporate governance*<sup>19</sup>. Os autores procuram de seguida averiguar se as empresas melhor classificadas nesse índice têm um maior valor. Como variáveis dependentes na regressão, utilizam o Q de Tobin e o rácio *market-to-book* (ou *price-to-book*). Como variáveis independentes utilizam o referido índice de *corporate governance*, o log do valor do ativo líquido, o log do número de anos de cotação em bolsa, rácio de dívida, crescimento das vendas e *dummies* setoriais. No que respeita aos dados financeiros e

---

<sup>19</sup> Esse questionário permitiu recolher dados sobre 42 variáveis relevantes para este estudo, agrupadas em 4 categorias: (1) direitos dos acionistas, (2) conselho de administração, (3) administradores independentes e (4) informação e transparência. Para cada categoria, foram construídos sub-índices, cada um deles tendo o mesmo peso, e podendo assumir valores entre 0 e 25. O índice global foi assim construído para ter um valor entre 0 e 100, sendo que o valor é tanto mais elevado quanto melhor fôr a qualidade do *corporate governance*.

bolsistas, os dados sobre demonstrações financeiras das empresas referem-se ao final de 2000 e ao final do 1º semestre de 2001, respetivamente. Por último, é feita a análise da relação entre *corporate governance* e retorno de uma estratégia de “*buy and hold*” das ações pertencentes à amostra. No que respeita à análise da relação entre *corporate governance* e retorno de uma estratégia de “*buy and hold*”, as empresas da amostra são divididas em cinco quintis, sendo calculado o retorno de cada quintil, como se se tratasse de uma carteira, com igual ponderação para cada empresa. De seguida são comparados os retornos em excesso face ao índice *Kospi*, ao do modelo de mercado, ao do retorno requerido pelo *CAPM* e, por último, face aos retornos médios das empresas da mesma categoria, em termos de dimensão.

No que respeita às conclusões, é demonstrado que o *corporate governance* é um importante fator explicativo do valor das empresas coreanas cotadas em bolsa e do retorno proporcionado pelas suas ações. Assim, há evidência de que as empresas com melhor *corporate governance* têm um rácio Q de Tobin mais elevado e rácios *market-to-book* mais altos. Em concreto, um aumento de 10 unidades no índice global de *corporate governance* resulta num aumento de 0,016 no rácio Q de Tobin e de 0,035 no rácio *market-to-book*. Isso implica um aumento de 16% na capitalização bolsista, quando medida face ao valor do ativo líquido contabilístico, e um aumento de 35% quando medida face ao valor contabilístico dos capitais próprios.

É também provado que as empresas com melhor *corporate governance* têm “retornos em excesso” maiores. Em concreto, um aumento de 10 unidades no índice de *corporate governance* conduz a um aumento do “retorno em excesso” de 4 a 6% por ano, numa estratégia de “*buy and hold*”.

Relativamente à Europa, Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2003) pretendem verificar se, no mercado alemão, um melhor *corporate governance* conduz a taxas mais

baixas de *Return On Equity (ROE)* exigidas pelos investidores (menor prémio de risco) e, portanto, a uma valorização mais elevada das ações dessas empresas<sup>20</sup>. Após a construção de um *rating* de *corporate governance* para as empresas alemãs<sup>21</sup>, é efetuada a análise de regressão utilizando como variáveis dependentes o rácio *price-to-book*, o *dividend yield* e o *price earnings ratio*. Como variáveis independentes são utilizados o referido índice de *corporate governance*, o log do ativo líquido, o crescimento médio das vendas e o crescimento médio dos ativos. Segundo os autores, foi encontrada forte evidência de que os retornos esperados (exigidos) pelos investidores estão negativamente correlacionados com os *ratings*. Foi de facto encontrada evidência de que um melhor nível de *corporate governance* conduz a uma exigência de um menor prémio de risco pelos investidores, o que conduz a um ROE esperado (exigido) inferior. Segundo os autores, isso prova a existência de uma forte relação positiva entre os *ratings* de *corporate governance* e o valor das empresas, medido pelos retornos históricos, *dividend yields* e *PER*. Em concreto, um menor *dividend yield* e um *PER* mais elevado, observado nessas empresas, têm como resultado uma maior valorização das ações com bom *corporate governance*: um aumento de 3 pontos no *rating* de *corporate governance* resulta num aumento de 2,8% da capitalização bolsista, relativamente ao valor contabilístico dos capitais próprios.

---

<sup>20</sup> Para duas ações com um mesmo nível de resultados por ação, uma menor exigência por parte dos investidores, em termos de ROE, relativamente a uma dessas ações (por exigência de um menor prémio de risco), deverá conduzir a uma cotação mais elevada dessa mesma ação.

<sup>21</sup> No que respeita aos dados, o sistema de *ratings* de *corporate governance* é elaborado pelos autores do estudo, a partir da análise, para cada empresa, de 30 critérios, divididos em 5 categorias: (1) compromisso demonstrado para com o *corporate governance*, (2) direitos dos acionistas, (3) transparência, (4) órgãos de supervisão na empresa e (5) auditoria. O método de obtenção da informação foi o envio de questionários a 253 empresas cotadas alemãs, das quais 91 (36%) responderam. A escala respeitante aos *ratings* de CG para cada empresa está compreendida entre 0 e 30, depois de ponderadas as 5 categorias de critérios referidas. Para analisar a relação entre o CG e o ROE esperado pelos investidores (ou seja, para determinar se o nível de CG influencia o prémio de risco exigido) foram usados rácios “fundamentais”, como o *Dividend Yield (DY)* e o *Price Earning Ratio (PER)*.

Por último, é constatado que uma estratégia de investimento que implique a compra de empresas com bom *rating* de *corporate governance*, por um lado, e o “*short-selling*”<sup>22</sup> de empresas com maus *ratings* de *corporate governance*, por outro, teria um retorno supra-normal de 12% ao ano, para o período em análise. A mesma estratégia, mas com os portfólios ajustados (sem empresas tecnológicas), teria dado um retorno de 8% ao ano.

No mesmo ano, mas para os EUA, Gomper, Ishii e Metrick (2003) procuram determinar se a qualidade do *corporate governance* influencia o valor das empresas cotadas e se a escolha de uma carteira constituída por empresas com bom *corporate governance* conduz à obtenção de retornos superiores aos proporcionados por uma carteira constituída por empresas com mau *corporate governance*. É ainda analisada a possibilidade das empresas com um bom *corporate governance* demonstrarem melhor performance operacional do que as empresas com mau *governance*.

Os principais dados são obtidos através do *IRRC – Investor Responsibility Research Center*, que cobrem as empresas constituintes do índice S&P 500, bem como as listas anuais das maiores empresas americanas, publicadas pela *Fortune*, *Forbes* e *Businessweek*. A amostra só exclui as empresas com diversos tipos diferentes de ações (menos de 10% do total)<sup>23</sup>. A amostra é assim de cerca de 1.500 empresas por cada ano analisado (1990, 1993, 1995 e 1998). Esses dados respeitam a 24 critérios, agrupados pelos autores em 5 categorias: (1) disposições para contrariar OPA’s hostis (2) direitos

---

<sup>22</sup> No que respeita à estratégia “long-short”, é construída uma carteira com títulos com bons *ratings* de *corporate governance* e outra com títulos com maus *ratings* de *corporate governance*, tendo cada título igual ponderação, sendo depois comparados os retornos de ambos os portfólios. Para evitar uma eventual distorção provocado pelas empresas do setor tecnológico (com forte evolução no período em análise), foi efectuada a mesma análise, mas com as carteiras “limpas” de empresas tecnológicas.

<sup>23</sup> São omitidas as empresas com vários tipos de ações devido à diversidade que isso provoca ao nível da estrutura de propriedade e direitos de voto, que tornam difícil a comparação das suas estruturas de *governance* com as que respeitam a empresas que possuem apenas uma categoria de ações ordinárias.



de voto (3) proteção contra a administração, (4) outras defesas anti-OPA e (5) leis estaduais.

No que respeita à metodologia, foi construído um índice de *corporate governance*, através de um método simples: de entre os 24 critérios observados para cada empresa, é adicionado um ponto por cada um que restrinja os direitos dos acionistas<sup>24</sup>.

Para analisar a relação entre *corporate governance* e a performance das empresas em bolsa, foram criados dois portfólios: o portfólio ditador<sup>25</sup>, o qual contém as empresas no decil com pior *corporate governance* ( $G \text{ Index} \geq 14$ ) e o portfólio democracia, que contém as empresas no decil com melhor *corporate governance* ( $G \leq 5$ ), sendo estes portfólios ajustados com a entradas e saídas das empresas dos decis acima referidos, nos anos em análise.

Para analisar a relação entre *corporate governance* e a valorização (avaliação) das ações, é utilizado o Q de Tobin, sendo feita a análise de regressão com o Q ajustado (Q da empresa menos Q médio do setor) como variável dependente, e como variáveis independentes o índice de *corporate governance*, o log do valor do ativo líquido<sup>26</sup>, o log da idade da empresa<sup>27</sup>, uma *dummy* para o registo ou não no estado norte-americano de Delaware<sup>28</sup> e uma outra *dummy* respeitante à pertença ou não no índice *S&P*<sup>29</sup>.

---

<sup>24</sup> O G-Index, tal como é designado pelos autores, varia assim entre 0 e 24, sendo 24 a pior classificação. A média constatada para o G-Index, para todas as empresas da amostra, foi entre 8,9 e 9,4 nos 4 anos analisados. Verificou-se no entanto uma dispersão elevada (desvio padrão entre 2,8 e 2,9). Nos 4 anos em análise, o número de empresas com G-Index não superior a 5 variou entre 120 e 215 e com o G-Index maior do que 5 variou entre 83 e 93.

<sup>25</sup> Terminologia usada pelos autores.

<sup>26</sup> Os autores seguem Shin and Stulz (2000), que demonstrou que o valor do Q de Tobin está relacionado com a dimensão da empresa.

<sup>27</sup> Autores consideram que uma maior idade corresponde a um melhor conhecimento/*track-record*, afetando o valor que os investidores estão dispostos a conferir à empresa.

<sup>28</sup> Daines (2000) demonstra que as empresas sediadas no estado norte-americano de Delaware têm maior valorização, apesar de alegadamente (Cary, 1974) possuír um enquadramento legal, ao nível do *corporate governance*, considerado não usual, por ser “pró-administração” e portanto contrário ao interesse dos

Para analisar a relação entre *corporate governance* e performance operacional das empresas é utilizada a análise de regressão. As variáveis independentes são a *net profit margin*, o *ROE*, o crescimento anual das vendas e o log do rácio *book-to-market*.

Como conclusão, é referido que uma estratégia “*long-short*”, que se concretizasse na compra das ações de empresas situadas no decil mais baixo do índice de *corporate governance* (*corporate governance* mais forte) e na venda a descoberto das ações de empresas situadas no decil mais alto do índice de *corporate governance* (*corporate governance* mais fraco) teria obtido um retorno de 8,5% por ano, no período da amostra. As empresas com melhor *corporate governance* são mais valorizadas que as restantes (cada ponto a menos no índice corresponde a uma diferença entre +2,2% e 11,4% no rácio Q de Tobin, nos anos em análise) e têm melhor performance operacional.

Num estudo que segue a mesma metodologia de Gompers *et al* (2003), mas para uma amostra de empresas pertencentes a diversos países (índice FTSE Eurotop 300), Bauer, Gunster e Otten (2003) investigam se a qualidade do *corporate governance* das sociedades cujas ações integram o referido índice afeta a performance bolsista e, consequentemente, o valor desses títulos. É também analisada a relação entre a qualidade do *corporate governance* e a performance das sociedades, medida por rácios de rentabilidade dessas empresas.

Para medir a qualidade do *governance* foram usados os *ratings* de *corporate governance* da Deminor<sup>30</sup>. Foram encontradas diferenças significativas nas médias de

---

acionistas. Esta diferenciação de Delaware relativamente aos restantes estados justifica, segundo os autores, a utilização de uma variável *dummy*.

<sup>29</sup> Os autores justificam a inclusão desta *dummy* pelo facto de Mork and Yang (2001) terem demonstrado que a inclusão de uma empresa no índice S&P 500 tem um impacto positivo em Q.

<sup>30</sup> Estes *ratings* cobriam na altura entre 249 e 269 sociedades pertencentes ao índice FTSE Eurotop 300, para o período compreendido entre 2000 e 2001. Os *ratings* da Deminor utilizados são baseados em 300 critérios, distribuídos por 4 categorias: (1) direitos e deveres dos acionistas, (2) defesas *anti-takeover*, (3) informação prestada sobre *corporate governance* e (4) estrutura da administração e seu funcionamento. Um melhor *corporate governance* dá origem a um *rating* mais elevado. Com exceção da primeira destas

*ratings* de empresas pertencentes aos diversos países, o que segundo os autores sugere que a qualidade do *corporate governance* é fortemente influenciada pelo quadro legal de cada país<sup>31</sup>. As diferenças de médias entre setores são menos significativas.

Seguindo a metodologia de Gompers *et al* (2003), foram construídas duas carteiras compostas por sociedades com “boa *governance*”, por um lado, e por sociedades com “má *governance*”, por outro, procedendo-se depois à comparação da sua performance bolsista para os anos de 1996 a 2001<sup>32</sup>.

É também analisado o impacto do *corporate governance* no valor das sociedades, através do rácio Q de Tobin, utilizado como variável dependente na regressão. Como variáveis independentes, os autores utilizam o log do *rating* de *corporate governance*. Seguem depois Gompers *et al* (2003) e Shin and Stulz (2000), utilizando o log do ativo líquido e o log da idade das empresas, em anos. Seguindo Daines (2001) e Yermack (1996) utilizam igualmente o rácio *Return On Equity*<sup>33</sup>. Por último, utilizam uma *dummy* setorial.

Por último, é analisada a relação entre a qualidade do *corporate governance* e a performance das sociedades, medida por rácios de rentabilidade das empresas: *Net Profit Margin* e *Return on Equity*. As empresas cotadas no RU foram analisadas separadamente das cotadas em mercados da zona euro.

---

4 categorias, “direitos e deveres dos acionistas”, todas as outras estão significativamente correlacionadas entre si. Todas as 4 categorias estão significativamente correlacionadas com o *rating* global. Foram assim utilizados os *ratings* globais na análise. Cada categoria é classificada de 1 a 4 (valor crescente com a qualidade do governo), pelo que o *rating* global varia entre 4 e 20.

<sup>31</sup> Os países da Europa continental, com excepção dos países escandinavos, apresentam em média *ratings* de menor qualidade (entre os que possuem maior número de observações: Alemanha 18.23, França 17.94, Itália 17.69, Espanha 13.92, Holanda 13.31 e Suíça 13.24). Com excepção da Dinamarca (12.46), os países escandinavos apresentam em média *ratings* de nível intermédio (Suécia 18.68 e Finlândia 21.81). Os países anglo-saxónicos registam em média *ratings* superiores (Reino Unido 25.84 e Irlanda 29.40).

<sup>32</sup> Supôs-se a manutenção de *ratings* de *corporate governance* para o período anterior a 2000, já que só estavam disponíveis *ratings* para os anos 2000 e 2001.

<sup>33</sup> Daines (2001) e Yermack (1996) demonstram que a rentabilidade corrente e passada das empresas afecta significativamente o valor das empresas

Os resultados demonstram uma relação positiva entre a qualidade do *governance* e a performance das ações em bolsa, tanto na zona euro como no RU, com maior evidência no RU. No entanto, no que respeita à relação entre *corporate governance* e a valorização (avaliação) das empresas, existem diferenças entre a zona euro, onde essa relação é evidente (o bom *corporate governance* está já incorporado nos preços) e o RU, onde essa relação não é tão clara. Este resultado parece indicar que o RU está ainda numa fase de ajustamento, sendo de esperar no futuro uma valorização/avaliação mais elevada das ações com bom *corporate governance*.

No que respeita à relação entre *corporate governance* e a performance das empresas, medida pelos rácios de rentabilidade referidos, os resultados são contrários às expectativas<sup>34</sup> sendo adiantada, como explicação possível, que os dados contabilísticos são uma medida pouco fidedigna da performance das empresas.

Bebchuck *et al* (2005) investiga se as provisões de *corporate governance*, de entre um conjunto de 24 acompanhadas pelo *IRRC-Investor Responsibility Research Center*, estão relacionadas com o valor das empresas e o retorno obtido pelos acionistas. Para tal, é criado um “*entrenchment index*” baseado em 6 provisões de *corporate governance*<sup>35</sup> que “protegem” as administrações face aos acionistas e face a eventuais OPA’s hostis. A amostra contém entre 1.400 e 1.800 empresas americanas (consoante os anos a que respeitam os dados: período de 1990 a 2003).

---

<sup>34</sup> As expectativas dos autores eram de que um melhor *corporate governance* conduzisse a melhores resultados operacionais, medidos pelos rácios de rentabilidade referidos: *Net Profit Margin* e *Return on Equity*.

<sup>35</sup> Essas seis provisões são: composição do Conselho de Administração, limites ao poder de voto dos acionistas, “super-maiorias” requeridas para aprovar fusões, “super-maiorias” requeridas para alterações estatutárias e ainda duas provisões anti *take-over*: “pílulas de veneno” (*poison pills* no texto original) e “para-quedas dourados” (*golden parachutes* no texto original) para os administradores. “Pílulas de veneno”, também conhecidas por “plano de direitos dos acionistas” são direitos que, uma vez emitidos pelas empresas, privilegiam as administrações “incumbentes” e previnem na prática uma OPA hostil. “Para-quedas dourados” são indemnizações avultadas recebidas pelos administradores, caso vejam os seus mandatos interrompidos antes do seu termo ou caso não sejam reconduzidos como administradores no final do mandato.

A variável dependente é o log do Q de Tobin ajustado por setor de atividade. Como variáveis independentes são utilizadas o log do ativo líquido<sup>36</sup>, o log da idade da empresa, uma variável *dummy* para distinguir as empresas sediadas no estado de Delaware, o nível de “*insider ownership*”<sup>37</sup>, o *Return On Assets*<sup>38</sup>, o *Capex* face ao ativo líquido, despesas em *R&D* e o nível de endividamento.

Os autores concluem que o “*entrenchment index*” está negativa e significativamente correlacionado com uma redução do valor das empresas, medido pelo Q de Tobin e que valores elevados do “*entrenchment index*” estão associados a retornos relativos negativos durante o período de 1990-2003. Concluem igualmente que as restantes 18 provisões de *corporate governance* acompanhadas pelo *IRRC* têm pouca relevância para explicar o valor das empresas e os retornos proporcionados pelas respetivas ações.

Brown and Caylor (2006) criaram um índice de *Corporate Governance (Gov-Score)* para 1868 empresas americanas, a partir dos dados fornecidos pela *ISS-Institutional Shareholder Services*<sup>39</sup>.

A variável dependente é o Q de Tobin e as variáveis independentes são o *Gov-score* e 3 variáveis de controlo: log do ativo líquido, log da idade da empresa e uma *dummy* para distinguir as empresas incorporadas no estado de Delaware.

---

<sup>36</sup> Seguindo Gompers *et al* (2003).

<sup>37</sup> Como já tinha sido referido, Morck (1988) demonstrou a existência de uma relação não linear entre o Q de Tobin e a detenção de participações pelo *management*: o Q de Tobin sobe de 0,75, quando o *management* não detém qualquer participação no capital, para cerca de 1,0, quando este detém 5%, para depois cair, atingindo um valor de apenas 0,7, quando o *management* detém 25% do capital da empresa.

<sup>38</sup> Variáveis que os autores concluíram não ter influência significativa nos resultados

<sup>39</sup> A ISS analisa mais de 60 provisões de *corporate governance*, classificando cada empresa quer em termos absolutos, quer relativamente ao seu setor de atividade e ao seu país (neste último caso, apenas quando existem mais de 75 empresas com *rating*). A nota relativa é dada de 1 a 5, sendo que 5 indica que a empresa está no quintil superior e 1 no quintil mais baixo, no *item* em avaliação. Os quatro *items* são Conselho de Administração (estrutura, composição, independência, funcionamento), remuneração dos membros da administração, estrutura acionista e serviços de auditoria (independência, integridade e qualidade). Os dados são de Fevereiro de 2003 e respeitam ao final do exercício de 2002.

Os autores concluem que o índice de *corporate governance* está positivamente relacionado com o Q de Tobin, isto é, com valor das empresas cotadas, tendo identificado sete disposições ao nível do *corporate governance* que são as variáveis-chave dessa relação: (1) os membros da administração são eleitos para mandatos anuais, (2) a empresa não tem “*poison pill*”, (3) as opções para compra de ações, atribuídas aos administradores, não foram objeto de “*re-pricing*” nos últimos 3 anos, (4) as ações a adquirir por via dessas opções não excedem 3% do número total de ações da empresa, (5) todos os administradores estiveram presentes em pelo menos 75% das reuniões do Conselho de Administração ou tiveram uma justificação válida para faltar, (6) existem diretivas precisas sobre *corporate governance* para os membros do Conselho de Administração e (7) os administradores estão sujeitos a regras precisas sobre detenção de ações da empresa.

### **2.3 – Conclusões globais dos diversos estudos**

A análise dos estudos referidos parece concluir que o *corporate governance* tem um impacto na performance bolsista das empresas cotadas (La Porta 1999, Lombardo 2000), sendo esse impacto, a nível europeu, mais vincado no RU que na Europa continental (Bauer, 2003). Ainda no que respeita à Europa continental, um estudo específico sobre o mercado alemão (Drobetz, 2003) conclui que há evidência de um impacto significativo do *corporate governance* na performance bolsista. Esse impacto é igualmente evidente no mercado americano (Gompers, 2003) e coreano (Black, 2002). Um estudo específico sobre o mercado alemão (Drobetz 2003) aponta igualmente para esta conclusão. No mercado americano (Gompers 2003) e coreano (Black 2002), essa

evidência está também presente. Num estudo sobre 21 países a nível mundial, essa evidência é igualmente demonstrada (Lombardo 2000).

Ao nível do impacto do *corporate governance* na valorização (avaliação) das empresas, existem diferenças entre estudos sobre o RU, onde essa relação não é clara, e a Europa continental, onde essa relação é evidente, estando já incorporada nas cotações (Bauer 2003). Bebchuck *et al* (2005) conclui que, de um conjunto de 24 provisões de *corporate governance* acompanhadas pelo *IRRC-Investor Responsibility Research Center*, apenas 6 são relevantes para explicar o valor das empresas e o nível do retorno obtido pelos acionistas. Essas 6 provisões, que os autores utilizaram para criar um “*entrenchment index*”, estão ligadas à “proteção” das administrações face aos acionistas e face a eventuais OPA’s hostis. O “*entrenchment index*” está assim negativa e significativamente correlacionado com uma redução do valor das empresas, medido pelo Q de Tobin e valores elevados do “*entrenchment index*” estão associados a retornos relativos negativos durante o período de 1990-2003.

Brown and Caylor (2006) concluem que a qualidade do *corporate governance* está positivamente relacionado com o valor das empresas cotadas, tendo identificado sete disposições ao nível do *corporate governance* que são as variáveis-chave dessa relação. Aggarwal *et al* (2007) conclui que as empresas não americanas têm níveis de *corporate governance* inferiores às suas congéneres americanas comparáveis (*governance gap* negativo) e que as que têm níveis de *corporate governance* superiores são maioritariamente do Canadá e do Reino Unido. Concluem igualmente que há uma forte correlação entre o *governance gap* e o valor das empresas, mas que as empresas não americanas com um *governance gap* positivo ganham mais do que perdem as empresas estrangeiras com um *governance gap* negativo (efeito assimétrico).

Finalmente, e no que respeita à relação entre *corporate governance* e a performance operacional das empresas, os resultados são contraditórios, sendo contrários às expectativas num estudo sobre diversos mercados europeus (Bauer 2003), existindo noutro estudo sobre 21 países a nível mundial, pelo contrário, evidência de uma relação positiva entre a qualidade do *corporate governance* e a performance operacional das empresas (Lombardo 2000). Essa relação é igualmente demonstrada para o mercado americano (Gompers 2003).

Uma consequência direta destas conclusões é que os mercados acionistas são bastante mais importantes em países com uma boa proteção legal dos acionistas minoritários (La Porta 1999). A proteção legal dos investidores é assim considerada um elemento essencial do *corporate governance* (Shleifer 1997).

### **3-Objetivo do trabalho**

O objetivo deste estudo é averiguar se a qualidade do *corporate governance* é valorizada pelos investidores, isto é, se as cotações em bolsa das empresas com “bom” *corporate governance* incorporam em média um prémio face às ações com “mau” *corporate governance*.

Tal implica que as empresas com melhores *ratings* de *corporate governance*, *ceteris paribus*, deveriam apresentar em média indicadores de valorização com nível mais elevado do que as empresas com piores *ratings*, isto é, deveriam apresentar valores mais



elevados para o Q de Tobin<sup>40</sup>, para o rácio *Price-to-Book*<sup>41</sup> e para o *Price Earnings Ratio*<sup>42</sup> (vide ponto 5.2 – Análise de Regressão).

## 4-Amostra

A amostra escolhida são os títulos pertencentes ao índice *FTSE Eurofirst 300*<sup>43</sup>. A escolha deste índice permitiu comparar, com uma amostra substancialmente diferente e com dados respeitantes a datas também diferentes, as conclusões do presente estudo com as de outros estudos que abordaram este mesmo tema, nomeadamente Brown and Caylor (2006), Bauer (2003), Drobetz (2003), Gompers (2003) e Black (2002).

Os dados foram recolhidos através do sistema de informação financeira *Bloomberg*, que divulga os *ratings* de *corporate governance* emitidos pela *ISS-International Shareholders Service*, o maior fornecedor de dados sobre *corporate governance* a nível mundial para investidores institucionais, bem como os dados contabilísticos e financeiros das empresas cotadas.

---

<sup>40</sup> Segundo Erickson e Whited (2001), desde que Brainard e Tobin (1968) introduziram o conceito de Q de Tobin, este tornou-se o regressor mais usado na análise de valor das empresas. A teoria por detrás deste conceito é a de que uma empresa apenas deve investir em ativos adicionais se isso contribuir para a valorização da empresa em bolsa, o que significa que o valor atribuído pelo mercado a esses ativos deve ser superior ao seu custo de substituição. Um Q de Tobin elevado para uma empresa significa assim que o mercado valoriza bastante mais os seus ativos, globalmente, por comparação com o seu custo global de substituição. É assim uma medida do *goodwill* que os investidores estão dispostos a pagar para deterem ações dessa empresa. Um *goodwill* elevado significa assim um prémio elevado pago pelos investidores pelas ações de uma determinada empresa, reflectindo boas expectativas quanto à capacidade de gerar elevados *cash flows* positivos no futuro.

<sup>41</sup> Sendo o rácio *Price-to-Book* o quociente entre o valor de mercado e o valor contabilístico dos capitais próprios, é também uma medida do *goodwill* que os investidores estão dispostos a pagar para deterem ações dessa empresa. Black (2002) utiliza igualmente este indicador.

<sup>42</sup> Sendo o *Price Earnings Ratio* o quociente entre a cotação e o valor do último resultado por ação é, uma vez mais, uma medida do *goodwill* que os investidores estão dispostos a pagar para deterem ações dessa empresa. Drobetz (2003) e Lombardo (2000) utilizam igualmente este indicador.

<sup>43</sup> O índice *Footsie Eurofirst 300* é constituído pela 300 maiores empresas europeias, no que respeita à capitalização bolsista.

Em Julho de 2002, a ISS – *Institutional Shareholder Services* iniciou a divulgação de um *rating* de governo das sociedades, denominado *CGQ – Corporate Governance Quotient*, considerando nessa altura que “*The use of metrics that rate a company’s corporate governance structure and practices is a strong, practical addition to the institutional investors’ arsenal of comparative tools, designed to help evaluate investment opportunities.*” Para estabelecer o CGQ para cada empresa, a ISS analisa mais de 60 indicadores de *corporate governance*, classificando cada empresa quer em termos absolutos, quer relativamente ao seu setor de atividade e ao seu país (neste último caso, apenas quando existem mais de 75 empresas com *rating*). A nota relativa é dada de 1 a 100, sendo 100 a nota mais elevada, correspondendo a um melhor *corporate governance* (vide ponto 5.1 – Estatística descritiva, para valores médios do *rating* por setor de atividade e por país). Os quatro *items* são:

- Conselho de Administração: estrutura, composição, independência, funcionamento;
- Remuneração dos membros da administração;
- Estrutura acionista;
- Serviços de auditoria: independência, integridade e qualidade.

## **5-Metodologia e análise empírica**

É efetuada primeiramente uma análise global das principais estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes que serão depois utilizadas no modelo de regressão, o qual procura analisar uma possível relação entre a qualidade do *corporate*

*governance* e o valor das empresas cotadas. São ainda analisadas as principais estatísticas descritivas relativas aos *ratings* de *corporate governance* por setor e por país, dentro da amostra referida.

## 5.1 – Estatística descritiva

### 5.1.1 Análise Global

A tabela 5-1 contém as estatísticas descritivas principais para as variáveis dependentes - Q-Tobin, *Price-to-book Ratio* e *Price Earnings Ratio* – e para as variáveis (não dummy) independentes – *rating* de *corporate governance*, ativo líquido contabilístico, rácio de endividamento, rácio *return on equity* e concentração acionista – que são depois utilizadas na análise de regressão.

**Tabela 5-1**

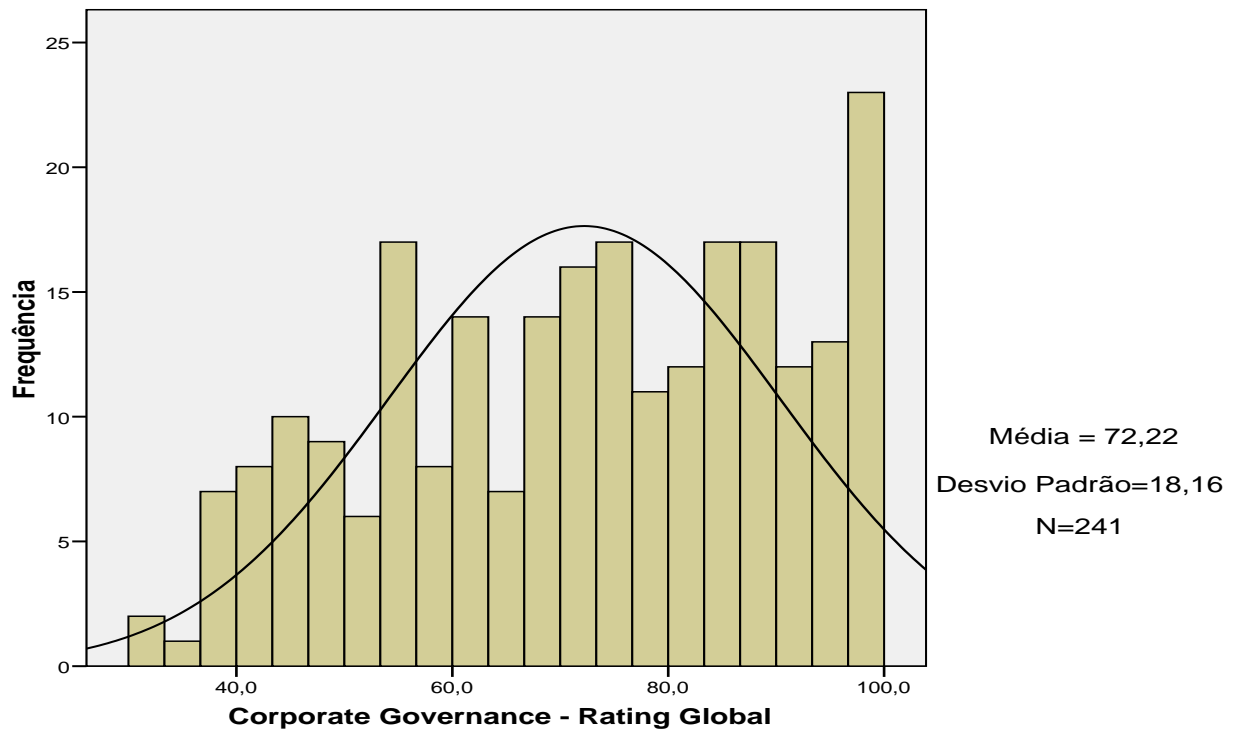
**Estatísticas descritivas principais para todas as variáveis: Mínimo, Máximo, Média, Desvio Padrão e Variância.**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Variância
Corp.Gov.-Rating Global	241	32,7	99,9	72,221	18,1643	329,942
Price Earnings Ratio (P/E)	235	2,26	96,31	17,4284	9,84271	96,879
Price to Book Ratio	217	1,23	7,04	2,8468	1,25025	1,563
Rácio Q de Tobin	241	,498	3,839	1,57706	,602114	,363
Ativo Líq. (Milhões EUR)	241	2.332,72	2.763.347,52	137.218,59	311.087,42	96.775.386.314,93
Rácio de Endividamento	241	,77	80,19	28,4744	16,62047	276,240
Return on Common Equity	217	6,5	48,7	20,979	9,3632	87,670
Concentração acionista (C10 em %)	218	15,180	100,000	82,02420	22,456136	504,278
N Válidos	183					

A figura 5-1 mostra a distribuição de frequência do *rating* global de *corporate governance*.

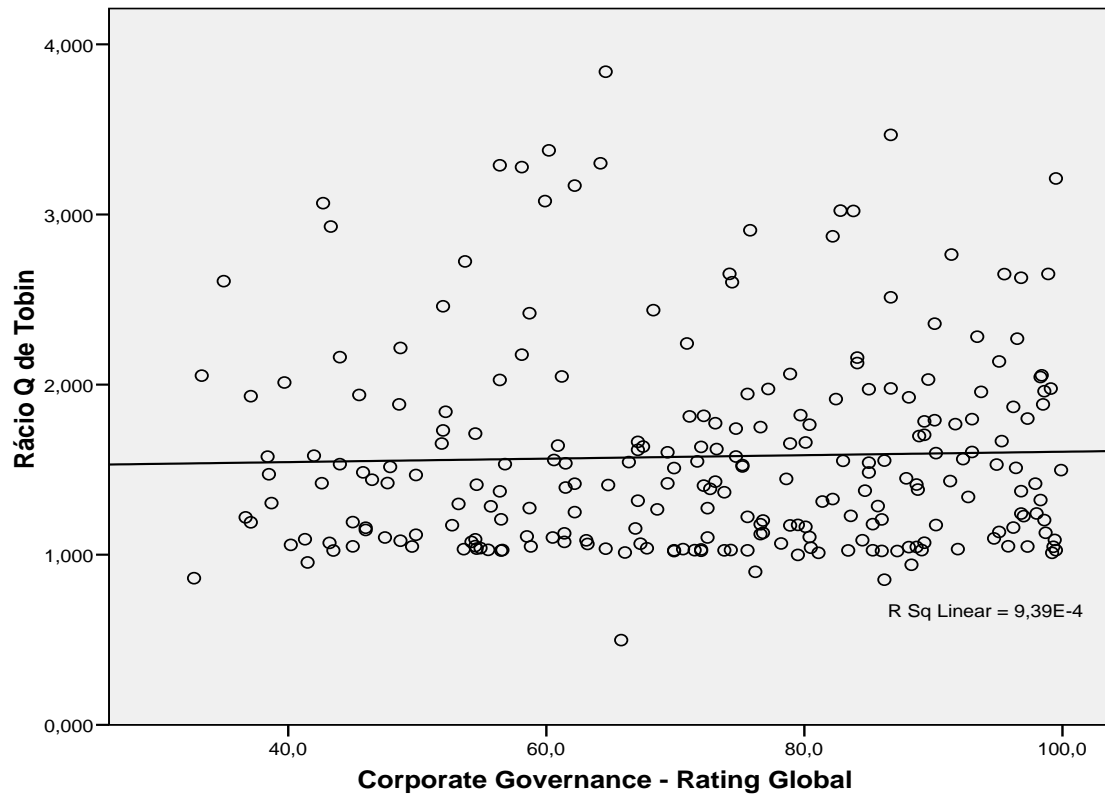
**Figura 5-1**

**Histograma do *Rating* Global de *Corporate Governance***

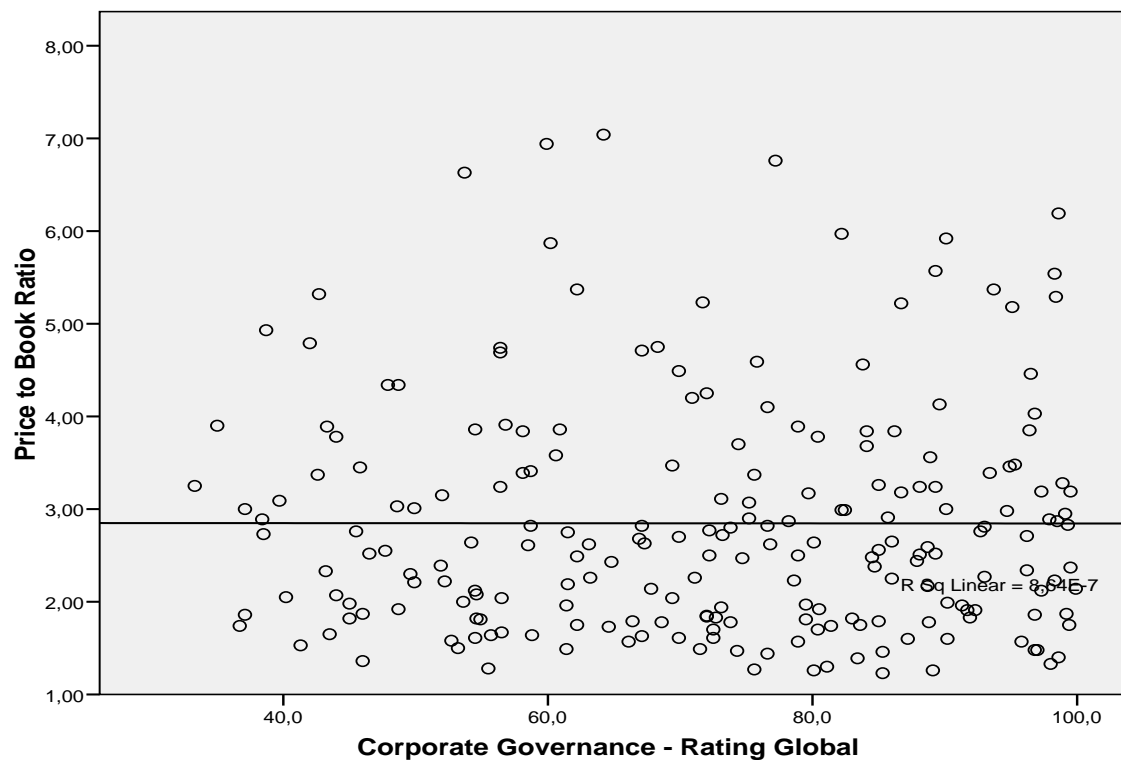


As figuras 5-2 e 5-3 mostram os diagramas de dispersão entre o *rating* global de *corporate governance* e Q de Tobin e entre o *rating* global de *corporate governance* e o rácio *Price-to-Book*. Da análise destes diagramas de dispersão não resulta uma evidência clara da existência de uma relação linear entre o *rating* de *corporate governance* e o valor das empresas, quando medido pelo Q de Tobin ou rácio *Price-to-Book*.

**Figura 5-2**  
**Gráfico do *Rating Global de Corporate Governance* / Q de Tobin**



**Figura 5-3**  
**Gráfico *Rating Global de Corporate Governance/Rácio Price-to-Book***



### 5.1.2 – Análise Por Setor

Nas tabelas 5-2 e 5-3 são apresentados a média e desvio padrão de cada setor (utilizando a classificação por setor da própria ISS) para o *rating* global de *corporate governance* e o teste para as diferenças entre a média total para o *rating* global de *corporate governance* (72,221) e as médias de cada setor de atividade. Estas duas tabelas mostram-nos que, tendo em conta um nível de confiança de 95%, não existem diferenças significativas entre as médias dos *ratings* de *corporate governance* dos diversos setores de atividade e a média total. Os setores que, na amostra estudada, apresentam os valores mais elevados para a qualidade da *corporate governance* são os “Recursos Básicos” (valor médio de 82,65), a “Tecnologia” (79,3) e a “Saúde” (78,43). Já os valores mais baixos são em média os das empresas dos setores “*Personal & Household Goods*” (66,05), “Construção” (66,03) e “Automóveis”, “Banca” e “Serviços Financeiros” (69,93).

**Tabela 5-2**  
***Rating* Global – Média por Setor**

Setor de Atividade	N	Média	Desvio Padrão
Automóvel e Componentes	9	69,633	15,1977
Banca	39	69,238	17,6991
Recursos Básicos	8	82,650	16,9734
Produtos Químicos	10	75,910	15,5245
Construção	13	66,038	20,6892
Serviços Financeiros	15	69,933	24,2427
Alimentação e Bebidas	15	70,280	17,3944
Saúde	10	78,430	15,7797
Indústria	22	70,155	20,7459
Seguros	17	75,512	12,7468
Média	8	77,100	18,9572
Petróleo e Gás	11	70,536	22,5729
Personal & Household Goods	10	66,050	14,3838
Retalho	12	77,808	15,4997
Tecnologia	5	79,300	13,8996
Telecomunicações	14	74,757	20,9089
Viagens e Entretenimento	7	72,493	14,6200
Utilities	16	71,713	19,8055

Fonte: Bloomberg

**Tabela 5-3**  
**Rating Global - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Setores**

Valor de Teste = 72.221						
Setor de Atividade	t	df	Sig. (2 caudas)	Diferenças de Médias	Intervalo de Confiança a 95% para as Diferenças	
					Mais Baixa	Mais Alta
Automóvel e Componentes	-,511	8	,623	-2,5877	-14,270	9,094
Banca	-1,052	38	,299	-2,9828	-8,720	2,755
Recursos Básicos	1,738	7	,126	10,4290	-3,761	24,619
Produtos Químicos	,751	9	,472	3,6890	-7,417	14,795
Construção	-1,077	12	,302	-6,1825	-18,685	6,320
Serviços Financeiros	-,365	14	,720	-2,2877	-15,713	11,138
Alimentação e Bebidas	-,432	14	,672	-1,9410	-11,574	7,692
Saúde	1,244	9	,245	6,2090	-5,079	17,497
Indústria	-,467	21	,645	-2,0665	-11,265	7,132
Seguros	1,064	16	,303	3,2908	-3,263	9,845
Media	,728	7	,490	4,8790	-10,970	20,728
Petróleo e Gás	-,248	10	,810	-1,6846	-16,849	13,480
Personal & Household Goods	-1,357	9	,208	-6,1710	-16,461	4,119
Retalho	1,249	11	,238	5,5873	-4,261	15,435
Tecnologia	1,139	4	,318	7,0790	-10,180	24,338
Telecomunicações	,454	13	,657	2,5361	-9,536	14,609
Viagens e Entretenimento	,049	6	,962	,2719	-13,249	13,793
Utilities	-,103	15	,920	-,5085	-11,062	10,045

Fonte: Bloomberg

Nas tabelas 5-4 e 5-5 são apresentados a média e desvio padrão de cada setor para o Q-Tobin e o teste para as diferenças entre a média total para o Q-Tobin (1,577) e as médias para o Q-Tobin dos diversos setores. Estas duas tabelas mostram-nos que, tendo em conta um nível de confiança de 95%, os valores para o Q-Tobin mais elevados verificam-se nos seguintes setores:

- *Personal and Households Goods* – 2,39;
- Saúde – 2,28;

sendo os mais baixos os relativos às atividades financeiras:

- Seguros – 1,055;
- Banca – 1,072;

– Serviços Financeiros – 1,09.

Verifica-se também que as médias para o Q-Tobin dos setores:

- (1) Banca, Serviços Financeiros e Seguros são estatisticamente inferiores à média global;
- (2) Alimentação e Bebidas, Saúde, Indústria e *Personal & Household Goods* são superiores à média global.

**Tabela 5-4**  
**Q de Tobin – Média por Setor**

Setor de Actividade	N	Média	Desvio Padrão
Automóvel e Componentes	9	1,40359	,420236
Banca	39	1,07185	,120142
Recursos Básicos	8	1,48661	,336759
Produtos Químicos	10	1,71597	,689490
Construção	13	1,47880	,183183
Serviços Financeiros	15	1,09261	,161371
Alimentação e Bebidas	15	1,92145	,471263
Saúde	10	2,28433	,855937
Indústria	22	1,96432	,754577
Seguros	17	1,05512	,040026
Media	8	1,52775	,321714
Petróleo e Gás	11	1,87290	,456398
Personal & Household Goods	10	2,38665	,628555
Retalho	12	1,79054	,766850
Tecnologia	5	1,81869	,790465
Telecomunicações	14	1,65096	,434012
Viagens e Entretenimento	7	1,55657	,330695
Utilities	16	1,67962	,328905

Fonte: Bloomberg



**Tabela 5-5**  
**Q de Tobin - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Setores**

Valor de Teste = 1.577						
Setor de Actividade	t	df	Sig. (2 caudas)	Diferenças de Médias	Intervalo de Confiança a 95% para as Diferenças	
					Mais Baixa	Mais Alta
Automóvel e Componentes	-1,238	8	,251	-,173414	-,49644	,14961
Banca	-26,258	38	,000	-,505152	-,54410	-,46621
Recursos Básicos	-,759	7	,473	-,090389	-,37193	,19115
Produtos Químicos	,637	9	,540	,138969	-,35426	,63220
Construção	-1,933	12	,077	-,098200	-,20890	,01250
Serviços Financeiros	-11,625	14	,000	-,484386	-,57375	-,39502
Alimentação e Bebidas	2,831	14	,013	,344447	,08347	,60542
Saúde	2,613	9	,028	,707333	,09503	1,31963
Indústria	2,408	21	,025	,387323	,05276	,72188
Seguros	-53,759	16	,000	-,521878	-,54246	-,50130
Media	-,433	7	,678	-,049250	-,31821	,21971
Petróleo e Gás	2,150	10	,057	,295897	-,01072	,60251
Personal & Household Goods	4,073	9	,003	,809654	,36001	1,25930
Retalho	,965	11	,355	,213541	-,27369	,70077
Tecnologia	,684	4	,532	,241686	-,73981	1,22318
Telecomunicações	,638	13	,535	,073960	-,17663	,32455
Viagens e Entretenimento	-,163	6	,876	-,020434	-,32628	,28541
Utilities	1,248	15	,231	,102620	-,07264	,27788

Fonte: Bloomberg

### 5.1.3 – Análise Por País

Nas tabelas 5-6 e 5-7 são apresentados a média e desvio padrão para o *rating* global de *corporate governance* das empresas sediadas em cada país e o teste para as diferenças entre a média total do *rating* global de *corporate governance* (72,221) e as médias dos diferentes países. Dos resultados - e tendo em conta um nível de confiança de 95% - verifica-se que as médias do *rating* global de *corporate governance* da Bélgica, Suíça, Espanha, Finlândia, França, Reino Unido, Grécia, Itália, são significativamente diferentes da média total para o *rating* de *corporate governance*.

**Tabela 5-6**  
**Rating Global – Média por País<sup>44</sup>**

País	N	Média	Desvio Padrão
Austria	3	72,533	16,2285
Bélgica	7	49,743	13,4894
Suiça	15	85,647	18,6505
Alemanha	31	73,945	12,9289
Dinamarca	2	50,250	8,8388
Espanha	17	57,629	19,9844
Finlândia	4	93,200	9,5690
França	42	65,912	15,9204
Reino Unido	63	84,267	10,9599
Grécia	4	51,475	11,7959
Irlanda	5	77,510	9,4347
Itália	17	58,412	10,4760
Holanda	16	76,656	15,2126
Noruega	4	71,225	26,3661
Portugal	1 <sup>a</sup>	42,000	.
Suécia	10	59,249	19,7349

a. Estatísticas não calculadas por existir apenas uma observação

Fonte: Bloomberg

**Tabela 5-7**  
**Rating Global - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Países**

Valor de Teste = 72.221						
País	t	df	Sig. (2 caudas)	Diferenças de Médias	Intervalo de Confiança a 95% para as Diferenças	
					Mais Baixa	Mais Alta
Austria	,033	2	,976	,3123	-40,001	40,626
Bélgica	-4,409	6	,005	-22,4781	-34,954	-10,003
Suiça	2,788	14	,015	13,4257	3,097	23,754
Alemanha	,742	30	,464	1,7242	-3,018	6,467
Dinamarca	-3,515	1	,176	-21,9710	-101,385	57,443
Espanha	-3,010	16	,008	-14,5916	-24,867	-4,317
Finlândia	4,385	3	,022	20,9790	5,753	36,205
França	-2,568	41	,014	-6,3091	-11,270	-1,348
Reino Unido	8,724	62	,000	12,0457	9,285	14,806
Grécia	-3,518	3	,039	-20,7460	-39,516	-1,976
Irlanda	1,254	4	,278	5,2890	-6,426	17,004
Itália	-5,435	16	,000	-13,8092	-19,196	-8,423
Holanda	1,166	15	,262	4,4353	-3,671	12,541
Noruega	-,076	3	,945	-,9960	-42,950	40,958
Portugal						
Suécia	-2,079	9	,067	-12,9720	-27,089	1,145

Fonte: Bloomberg

<sup>44</sup> Estes valores são consistentes (coeficiente de correlação de 0,65) com os determinados por Matos (2007), que utilizou dados da Deminor respeitantes ao período 2000-2003.

Nas tabelas 5-8 e 5-9 são apresentados a média e desvio padrão para o Q de Tobin das empresas sediadas em cada país e o teste para as diferenças entre a média total do Tobin's Q (1.577) e as médias dos diferentes países. Dos resultados - e tendo em conta um nível de confiança de 95% - verifica-se que a média do Q de Tobin da Alemanha e da Noruega é significativamente diferente da média total do Q de Tobin (no caso da Alemanha abaixo da média e da Noruega acima da média)<sup>45</sup>.

A explicação para estas disparidades poderá residir no elevado peso, na Noruega, de empresas pertencentes a setores com elevados Q de Tobin, como o “Petróleo e gás”, “Alimentação e bebidas” e “Telecomunicações”. No caso da Alemanha, verifica-se um peso elevado de setores com Q de Tobin médios mais reduzidos, como o “Automóvel”, “Banca”, “Serviços Financeiros” e “Seguros”.

**Tabela 5-8**  
**Q de Tobin – Média por País**

País	N	Média	Desvio Padrão
Austria	3	1,85600	,292716
Bélgica	7	1,26867	,356679
Suiça	15	2,08687	,942258
Alemanha	31	1,35164	,359593
Dinamarca	2	1,27815	,359246
Espanha	17	1,51162	,451296
Finlândia	4	1,37529	,340029
França	42	1,56466	,549077
Reino Unido	63	1,58913	,643006
Grécia	4	1,76876	,549495
Irlanda	5	1,37896	,418860
Itália	17	1,42883	,561790
Holanda	16	1,73562	,671538
Noruega	4	1,92013	,057696
Portugal	1 <sup>a</sup>	1,58215	.
Suécia	10	1,75404	,809553

a. Estatísticas não calculadas por existir apenas uma observação

Fonte: Bloomberg

<sup>45</sup> Para Portugal não foi calculado o valor do teste porque apenas tem um caso, não sendo possível realizar o teste.

**Tabela 5-9**  
**Q de Tobin - Teste Para as Diferenças de Médias Entre Países**

Valor de Teste = 1.577						
País	t	df	Sig. (2 caudas)	Diferenças de Médias	Intervalo de Confiança a 95% para as Diferenças	
					Mais Baixa	Mais Alta
Austria	1,651	2	,241	,278998	-,44815	1,00614
Bélgica	-2,287	6	,062	-,308328	-,63820	,02155
Suiça	2,096	14	,055	,509872	-,01193	1,03168
Alemanha	-3,489	30	,002	-,225362	-,35726	-,09346
Dinamarca	-1,176	1	,448	-,298851	-3,52654	2,92884
Espanha	-,597	16	,559	-,065381	-,29742	,16665
Finlândia	-1,186	3	,321	-,201709	-,74277	,33935
França	-,146	41	,885	-,012335	-,18344	,15877
Reino Unido	,150	62	,881	,012129	-,14981	,17407
Grécia	,698	3	,535	,191758	-,68261	1,06613
Irlanda	-1,057	4	,350	-,198038	-,71812	,32205
Itália	-1,087	16	,293	-,148175	-,43702	,14067
Holanda	,945	15	,360	,158619	-,19922	,51646
Noruega	11,895	3	,001	,343133	,25133	,43494
Portugal						
Suécia	,692	9	,507	,177037	-,40208	,75616

Fonte: Bloomberg

Verifica-se que alguns países com *rating* de *corporate governance* acima da média (ex: Finlândia e Irlanda) têm um Q-Tobin médio relativamente baixo e que, por outro lado, alguns países com um baixo *rating* (ex: Grécia, Suécia) têm um Q-Tobin médio relativamente elevado. Mesmo tendo em conta que tal pode dever-se em parte a diferenças de peso dos diversos setores de atividade em cada país, parece não existir uma relação direta entre a qualidade do *corporate governance* e a valorização das empresas.

## 5.2 – Análise de Regressão

A revisão de literatura, assim como as recomendações de diversas organizações, como por exemplo a OCDE, sobre o bom governo das empresas permitem fundamentar a nossa hipótese de trabalho de que as empresas com melhor qualidade ao nível do *corporate governance* têm um melhor desempenho, refletido, em média, e num determinado momento, num prémio incorporado nas respetivas cotações. Esse prémio deverá traduzir-se por valores mais elevados para os rácios Q de Tobin, “*Price-to-Book*” e “*Price Earnings*”.

Para analisar o impacto da qualidade do governo das empresas (medida pelo *rating* de *corporate governance* da ISS) nos indicadores de desempenho referidos, recorreu-se à regressão linear múltipla, através da estimação de um modelo *cross section*, com t-rácios robustos (através da correção de White). Neste modelo de regressão são utilizadas variáveis comuns a alguns dos estudos citados anteriormente, designadamente Bauer *et al* (2003), Gompers *et al* e Black *et al* (2002). Sempre que possível, e para evitar erros e/ou inconsistências na recolha de dados recorrendo a diversas fontes heterogéneas, utilizaram-se os valores apresentados pela *Bloomberg* em Junho de 2007. Para medir o impacto da qualidade do *corporate governance* no valor das empresas para os investidores, e como já foi referido, foram utilizadas como variáveis dependentes o rácio Q de Tobin, o “*Price-to-Book Ratio*” e o “*Price Earnings Ratio*”:

- (1) A definição do rácio Q de Tobin foi a utilizada por Kaplan e Zingales (1997) e igualmente por Gompers *et al* (2003), sendo esta o valor de mercado dos ativos de cada empresa, dividido pelo valor líquido contabilístico desses mesmos ativos, (onde o valor de mercado dos ativos é calculado como o valor do ativo líquido

mais a capitalização bolsista menos o valor contabilístico dos capitais próprios menos os impostos diferidos).

- (2) O rácio “*Price-to-Book*” é definido como o valor de mercado da empresa (capitalização bolsista) dividido pelo seu valor contabilístico;
- (3) O *Price Earnings Ratio* é definido como a cotação sobre o último resultado líquido por ação.

As variáveis independentes são o *rating de corporate governance*, o log do ativo líquido contabilístico, o log do rácio de endividamento (dívida total/ativo total), o log do rácio “return on equity”, uma variável associada à concentração acionista ( $C_{10}$  – percentagem do capital detido pelos 10 maiores accionistas), uma variável *dummy* para o setor terciário, uma variável *dummy* para distinguir países anglo-saxónicos (Reino Unido e Irlanda) dos países da Europa Continental e uma variável *dummy* para distinguir as empresas cotadas em euros das cotadas em divisas diferentes. A sua descrição detalhada é apresentada na tabela 5-10.

**Tabela 5-10**

**Descrição das Variáveis**

<b>Q de Tobin</b>	Valor de mercado dos ativos de cada empresa, dividido pelo valor líquido contabilístico desses mesmo ativos, onde o valor de mercado dos ativos é calculado como o valor do ativo líquido mais a capitalização bolsista menos o valor contabilístico dos capitais próprios menos os impostos diferidos. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b><i>Price-to-book Ratio</i></b>	Valor de mercado da empresa (capitalização bolsista) dividido pelo valor contabilístico dos seus capitais próprios. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b><i>Price Earnings Ratio</i></b>	Valor da última cotação, dividido pelo último resultado líquido por ação. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b><i>Rating de corporate governance</i></b>	<i>Ratings, designados por corporate governance quotient (CGQ)</i> , divulgados pela <i>International Shareholder Services</i> . Para estabelecer o CGQ para cada empresa, a ISS analisa mais de 60 provisões de <i>corporate governance</i> , classificando cada

empresa quer em termos absolutos, quer relativamente ao seu setor de atividade e ao seu país (neste último caso, apenas quando existem mais de 75 empresas com *rating*). A nota relativa é dada de 1 a 100, sendo 100 a nota mais elevada, correspondendo a uma melhor *corporate governance*. Os quatro *items* são:

- Conselho de Administração: estrutura, composição, independência, funcionamento;
- Remuneração dos membros do *board*;
- Estrutura acionista;
- Serviços de auditoria: independência, integridade e qualidade.

Fonte: Bloomberg (6/2007)

<b>Ativo líquido contabilístico</b>	Ativo total da empresa, líquido de amortizações e provisões, constante do último balanço. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b>Rácio de endividamento</b>	Dívida total da empresa dividida pelo ativo líquido contabilístico. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b><i>Return on equity</i></b>	Resultado líquido dividido pelo valor contabilístico dos capitais próprios. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b>Concentração acionista</b>	Somatório da percentagem do capital da empresa detida pelos dez maiores acionistas. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b><i>Dummy</i> setor terciário</b>	Assume o valor um se a empresa pertencer ao setor terciário. Assume zero nos restantes casos. Os setores incluídos no setor terciário são a Banca, Serviços Financeiros, Saúde, Seguros, Media, Retalho, Tecnologia, Telecomunicações e Viagens e Entretenimento. Os setores não incluídos são o Automóvel e Componentes, Recursos Básicos, Produtos Químicos, Construção, Alimentação e Bebidas, Indústria, Petróleo e Gás, “ <i>Personal &amp; Household Goods</i> ”, e “ <i>Utilities</i> ”. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b><i>Dummy</i> países anglo-saxónicos</b>	Assume o valor um se a empresa estiver sediada num país da Europa Continental. Assume zero nos restantes casos. Fonte: Bloomberg (6/2007)
<b><i>Dummy</i> divisa euro</b>	Assume o valor um se a empresa for cotada em EUR. Assume zero nos restantes casos (empresas cotadas em CHF, DKK, GBP, NOK e SEK). Fonte: Bloomberg (6/2007)

### Especificação do modelo de Regressão:

$$y_i = \alpha_i + \beta_1 \text{Rating CG} + \beta_2 \text{Ativo Líquido} + \beta_3 \text{Rácio Endivid.} + \beta_4 \text{ROE} + \beta_5$$

$$C10 + d_{\text{terciário}} + d_{\text{quad.legal RU}} + d_{\text{euro}}$$

Com três distintas variáveis explicadas: *Q\_Tobin*, *Price Earnings Ratio* e *Price-to-Book Ratio*.

(a) *Q\_Tobin*:

Número de Obs.	=	199
F ( 8, 190)	=	54.16
Prob > F	=	0.0000
R-Quadrado	=	0.6429

<i>Q_Tobin</i>	Coefficiente	Erros Padrão Robustos	t	P> t
<b>Rating CG</b>	.0432413	.0613954	0.70	0.482
<b>Ativo líquido</b>	-.1480343	.0103021	-14.37	0.000
<b>Rácio endividamento</b>	-.0423514	.0177697	-2.38	0.018
<b>ROE</b>	.1259604	.0329772	3.82	0.000
<b>C10</b>	-.0593285	.0244049	-2.43	0.016
<b>Dummy terciário</b>	-.0805873	.0299084	-2.69	0.008
<b>Dummy quadro legal</b>				
<b>RU</b>	-.1540209	.0414747	-3.71	0.000
<b>Dummy euro</b>	-.1064081	.0396985	-2.68	0.008
<b>Constante</b>	1.911464	.3909297	4.89	0.000

O modelo estimado tendo como variável explicada o *Q* de Tobin apresenta uma boa aderência global ( $R^2 = 0.6429$ ), rejeitando-se a hipótese nula de que todos os parâmetros associados às variáveis explicativas são nulos ( $F(8,190) = 54.16$ ;  $p\text{-value} = 0.000$ ). Neste modelo, a única variável sem impacto estatisticamente significativo na variável *Q* Tobin é precisamente o *rating* de governo das empresas ( $p\text{-value} = 0.482$ ), aceitando-se assim a hipótese nula de que o parâmetro que lhe está associado é zero. Já a dimensão (medida pelo ativo total), o grau de endividamento, a concentração acionista, a pertença ao setor terciário, o quadro legal e a divisa de cotação têm um



efeito negativo, tendo a rentabilidade (medida pelo ROE) um efeito estatisticamente positivo.

**(b) Price-to-Book Ratio:**

Número de Obs.	=	199
F ( 8, 190)	=	21.75
Prob > F	=	0.0000
R-Quadrado	=	0.4534

<b>pb_ratio</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Erros Padrão Robustos</b>	<b>t</b>	<b>P&gt; t </b>
<b>Rating CG</b>	0.268426	0.939196	0.29	0.775
<b>Ativo líquido</b>	-.1176429	.0147358	-7.98	0.000
<b>Rácio endividamento</b>	-.0086064	.0294658	-0.29	0.771
<b>ROE</b>	.4260101	.0591328	7.20	0.000
<b>C10</b>	-.0443112	.033911	-1.31	0.193
<b>Dummy terciário</b>	-0.781241	.0493738	-1.58	0.115
<b>Dummy quadro legal</b>				
<b>RU</b>	-.0219378	.0591719	-0.37	0.711
<b>Dummy euro</b>	-.0308175	.0532499	-0.58	0.563
<b>Constante</b>	1.108591	.5264717	2.11	0.037

Relativamente a esta estimação, também apresenta uma boa aderência global ( $R^2 = 0.4534$ ), rejeitando-se a hipótese nula de que todos os parâmetros associados às variáveis explicativas são nulos ( $F(8,190) = 21.75$ ;  $p\text{-value} = 0.000$ ). Neste modelo o *rating* do governo das empresas continua a não ter impacto na variável de desempenho ( $p\text{-value} = 0.775$ ), o mesmo acontecendo com o rácio de endividamento, a concentração acionista, a pertença ao setor terciário, o quadro legal e a divisa de cotação. Já a dimensão (medida pelo ativo total), tem um efeito estatisticamente negativo e a rentabilidade (medida pelo ROE) um efeito estatisticamente positivo.

**(c) Price-Earnings Ratio:**

Número de Obs.	=	199
F ( 8, 190)	=	14.48
Prob > F	=	0.0000
R-Quadrado	=	0.2911

PER	Coeficiente	Erros Padrão Robustos	t	P> t
Rating CG	-.0090967	.1218773	-0.07	0.941
Ativo líquido	-.1046022	.0182972	-5.72	0.000
Rácio endividamento	.0092119	.0325503	0.28	0.777
ROE	-.3330058	.0834131	-3.99	0.000
C10	-.0062768	.0401437	-0.16	0.876
Dummy terciário	-.1275612	.0562492	-2.27	0.024
Dummy quadro legal				
RU	.0507782	.0687789	0.74	0.461
Dummy euro	.0267169	.0750156	0.36	0.722
Constante	4.913247	.8259135	5.95	0.000

O modelo estimado tendo como variável explicada o *Price-Earnings Ratio* apresenta uma aderência menor ( $R = 0.2911$ ) que os anteriores, mas a estatística F permite rejeitar a hipótese nula de que todos os parâmetros associados às variáveis explicativas são nulos ( $F(8,190)=14.48$ ;  $p\text{-value}=0.000$ ).

Neste modelo, o *rating de corporate governance* não tem, uma vez mais, impacto estatisticamente significativo ( $p\text{-value} = 0.941$ ), aceitando-se assim a hipótese nula de que o parâmetro que lhe está associado é zero. Também o rácio de endividamento, a concentração acionista, o quadro legal e a divisa de cotação não têm impacto significativo. Já a dimensão (ativo total), a rentabilidade (ROE) e a pertença ao setor terciário têm um

efeito estatisticamente negativo.

Em síntese, a tabela seguinte indica, para cada variável explicada, qual o parâmetro obtido e se é ou não significativo:

Variável	Q_Tobin	PER	PBRatio
<b>Rating CG</b>	.04324128	-.00909665	.02684257
<b>Ativo líquido</b>	-.14803434***	-.10460222***	-.11764292***
<b>Rácio endividamento</b>	-.04235142**	.00921187	-.00860637
<b>ROE</b>	.1259604***	-.33300581***	.42601013***
<b>C10</b>	-.05932853**	-.00627681	-.04431117
<b>Dummy terciário</b>	-.08058728***	-.12756118**	-.07812407
<b>Dummy quadro legal</b>			
<b>RU</b>	-.15402092***	.05077818	-.02193779
<b>Dummy euro</b>	-.10640806***	.02671688	-.03081754
<b>Constante</b>	1.9114643***	4.9132472***	1.1085913**

legenda: \*  $p < .1$ ; \*\*  $p < .05$ ; \*\*\*  $p < .01$

Verifica-se assim uma boa aderência global dos três modelos ( $\text{Prob} > F = 0,000$  em todos), com um melhor poder explicativo do modelo com a variável dependente Q-Tobin (R-Quadrado mais elevado).

Mas relativamente ao objetivo principal do estudo, a possível relação entre a qualidade do *corporate governance* e o valor das empresas cotadas, verifica-se que a variável *rating de corporate governance* não tem qualquer parâmetro significativo, não

confirmando alguns dos trabalhos anteriormente referidos na revisão de literatura, designadamente Black *et al* (2002), Drobetz *et al* (2003), Gompers *et al* (2003) e Brown and Caylor (2006). Apenas Bauer *et al* (2003) cuja amostra (FTSE Eurotop 300) é a que mais se assemelha à do presente estudo (FTSE Eurofirst 300, precisamente o índice que veio substituir o FTSE Eurotop 300), chegou a conclusões parcialmente coincidentes, de que nas empresas cotadas no Reino Unido, a relação entre a qualidade do *corporate governance* e o respetivo valor não é evidente, embora conclua que essa relação existe para as empresas da Europa continental.

## 6 – Conclusões

Procurámos neste estudo analisar a relação entre a qualidade do *corporate governance* e o valor das empresas cotadas em bolsa, procurando aferir se as empresas com melhor qualidade ao nível do *corporate governance* têm, em média, e num determinado momento, um prémio incorporado nas respetivas cotações. Como já referimos anteriormente, introduzimos dois elementos inovadores neste estudo: (1) o facto de ter como amostra um universo de empresas sediadas em diversos países europeus, quando a maioria dos estudos sobre este tema é dedicado às empresas dos EUA, e (2) utilizamos *ratings* de *corporate governance* divulgados por uma entidade independente, a *International Shareholder Services*, quando estes *ratings* têm sido muito pouco utilizados em estudos académicos.

Contrariando as conclusões da maioria dos estudos sobre esta temática, não encontramos evidência de que a qualidade do *corporate governance* das empresas se encontre incorporada nas cotações das respetivas ações.

A explicação para este resultado pode residir no facto do *corporate governance* ser apenas um entre muitos fatores explicativos do valor das empresas, podendo nessas circunstâncias ter um peso relativo pouco significativo para a formação do valor das empresas.

Outra explicação possível é a de a qualidade do *corporate governance* ter de facto mais importância do que a revelada neste estudo, mas essa importância não ter sido ainda suficientemente reconhecida pelos investidores não estando ainda, em consequência, incorporada nas cotações. Esta hipótese encontra algum suporte no facto dos *ratings* de *corporate governance* só muito recentemente terem sido objeto de divulgação generalizada, através dos sistemas de informação financeira mais utilizados pelos investidores. Neste último caso, as empresas com melhores *ratings* de *corporate governance* deverão apresentar no futuro, em média, uma evolução das cotações superior à das empresas com piores *ratings*, à medida que a melhor qualidade do *corporate governance* for progressivamente valorizada pelos investidores e, consequentemente, incorporada nas respetivas cotações.

Uma possível terceira explicação é a de os *ratings* de *corporate governance* não serem indicadores fiáveis da qualidade do *governance* das empresas. Esta hipótese encontra algum suporte na existência de escândalos recentes, inclusive no mercado português<sup>46</sup>, reveladores de más práticas de *governance* em empresas anteriormente “reconhecidas” pelos seus elevados padrões nessa matéria.

Este é assim um tema que merece certamente mais investigação no futuro.

---

<sup>46</sup> O Banco Espírito Santo foi a única empresa cotada portuguesa a alcançar, durante quatro anos consecutivos, a nota máxima de 100% no grau de acolhimento das recomendações da CMVM sobre *corporate governance*, entre 2009 e 2013. A Portugal Telecom cumpria 98% das recomendações do regulador sobre *corporate governance*, no final de 2013. Fonte: CMVM

## 7 – Limitações e trabalhos futuros

O reduzido registo histórico de *ratings*, à data de recolha dos dados, é certamente uma limitação importante deste estudo. Será assim relevante voltar a testar estas hipóteses, à medida que esse registo histórico de *ratings* se for alargando.

Por outro lado, à luz dos inúmeros escândalos ocorridos em diversos países, incluindo nos mais desenvolvidos, em empresas bem “notadas” ao nível dos *ratings* de *corporate governance*, há que testar a própria validade dos critérios de construção desses mesmos *ratings* de *corporate governance*. De facto, à semelhança do que acontece com a análise do risco de crédito, em que a generalidade dos investidores que toma emissões de dívida se baseia nos *ratings* de crédito como forma de conter os custos de análise, para a maioria dos investidores em ações não é viável suportar individualmente os custos inerentes a uma análise interna e autónoma da qualidade do *corporate governance* de cada empresa cotada, tendo assim de confiar nos *ratings* divulgados por agências especializadas. Daí a importância acrescida da validação da qualidade desses mesmos *ratings*.

As preocupações manifestadas por Bebchuk et al (2005) mantêm-se no entanto actuais: “(...) *our analysis cautions against the “kitchen-sink” approach of building ever-larger indexes of governance measures. As we noted in the introduction, shareholder advisory firms, including industry leader ISS, have put forward indexes of good corporate governance based on a massive number of provisions, and the development and use of these indexes has put pressure on firms to adjust their arrangements in ways that would improve their index scores. As this paper highlights, in any large set of governance provisions, many are likely not to matter or to be an endogenous product of others.*

*Compared with a governance ratings scheme based on the key provisions that matter, a governance rating system based on a much large set can push firms in directions that are counter-productive or at least wasteful, and provides a noisier measure of governance quality.”*

Há assim a este respeito várias questões pertinentes que se levantam, as quais não parecem ter sido ainda satisfatoriamente respondidas:

-Quais as práticas de *corporate governance* que são efetivamente relevantes para a proteção dos acionistas, especialmente dos minoritários?

-Serão os atuais métodos de construção de *ratings* de *corporate governance* os mais adequados ou estarão a “diluir” a importância das boas práticas de *corporate governance* que são verdadeiramente relevantes e mensuráveis, num conjunto vasto de indicadores de importância secundária e/ou de aferição dificilmente realizável?

-De que forma é possível aferir o efetivo cumprimento das boas práticas de *corporate governance* pelas empresas, para além do seu cumprimento aparente/formal, o qual tem resultado frequentemente em boas classificações/*ratings*, que são cabalmente desmentidos pouco tempo depois por escândalos que revelam práticas de *governance* diametralmente opostas?

Não sendo de fácil resposta, até pela dificuldade que representa a modelização de variáveis assentes numa multitude de aspetos comportamentais, um melhor conhecimento destas questões parece de vital importância para a reconquista de parte da credibilidade perdida pelos mercados bolsistas durante estes últimos anos.

## Lista de Acrónimos e Abreviações

ADR	– <i>American Depositary Receipt</i>
CAPM	– <i>Capital Asset Pricing Model</i>
CG	– <i>Corporate Governance</i>
CGQ	– <i>Corporate Governance Quotient</i>
CHF	– Franco Suíço
CMVM	– Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
DKK	– Coroa Dinamarquesa
DY	– <i>Dividend Yield</i>
EBIT	– <i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EUA	– Estados Unidos da América
EUR	– Euro
GBP	– Libra Inglesa
ISS	– International Shareholder Services
LBO	– <i>Leveraged Buy-Out</i>
MSCI	– <i>Morgan Stanley Capital International</i>
NOK	– Coroa Norueguesa
OCDE	– Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OPA	– Oferta Pública de Aquisição
PBV	– <i>Price-to-book Value</i>
PER	– <i>Price-earnings Ratio</i>
PME	– Pequena e Média Empresa
R&D	– <i>Research and Development</i>
ROE	– <i>Return On Equity</i>
RU	– Reino Unido
S&P	– Standard and Poors
SEK	– Coroa Sueca
USD	– <i>United States Dollar</i>



## Referências:

- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., Williamson, R. (2007), “Do US Firms Have The Best Corporate Governance? A Cross-Country Examination Of The Relation Between Corporate Governance And Shareholder Wealth”, Working Paper 12819 – National Bureau of Economic Research.
- Bauer R., Gunster N., Otten R. (2003), “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe”, *Journal of Asset Management*, Vol. 5 N° 2, August 2004, pp 91-104
- Baumol, W. (1959), “Business Behavior, Value and Growth” (Macmillan, New York).
- Bebchuck, L., Cohen, A., Ferrell, A. (2005), “What Matters In Corporate Governance?”, Discussion Paper N° 491 , Harvard Law School
- Bhagat, S., Black, B. (1999), “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance”, *Business Lawyer*, Vol. 54, pp. 921-963.
- Black B., Jang H., Kim W. (2002), “Does Corporate Governance Affect Firm Value?”, Working paper 327, Stanford Law School.
- Brown, L., Caylor, M., (2004), “ Corporate Governance and Firm Performance”, Georgia State University.
- Brown, L., Caylor, M., (2006), “Corporate Governance and Firm Valuation”, *Journal of Accounting and Public Policy* 25, 409-434
- Cary, W. (1974), “Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware”, 88 *Yale L. J.* 663
- Daines, R. (2000), “Does Delaware Law Improve Firm Value?”, Columbia Law School, Center for Studies in Law and Economics, Paper N° 159.

- Dalton, D., Daily, C. and Johnson, J., (1998), “Meta-analytic Reviews Of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance”, *Strategic Management Journal*, 19, 269-90
- Denis, D. (2001), “Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting”, *Review of Financial Economics*, 10, 191-212.
- Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H. (2003), “Corporate Governance and Expected Stock Returns: evidence From Germany”, não publicado.
- Ernst & Young Corporate Governance Web Survey, Maio-Junho de 2005
- Faccio M., Lang L. (2001), “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics* 65 (2002) 365-395
- Friedman, B. (1996), “Economic Implications of Changing Share Ownership”, *Journal of Portfolio Management*, 2, 59-70.
- Gompers, Ishii J., Metrick A. (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107-55.
- Grossman, S., Hart, O., (1988), “One Share-One Vote and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics* 20, 175-202.
- Gugler K., Mueller D., Yurtoglu B. (2004), “Corporate Governance and Globalisation”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, Nº 1.
- Hermalin, B., Weisbach, M. (2003), “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, *Economic Policy Review* 9, 7-26.
- Jensen, M. (1986), “Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Kiernan, M. (2003), "What Lies Beneath?", *Investment&Pensions Europe*, March.

- Kiernan, M. (2007), “Universal Owners and ESG: Leaving Money in the Table?”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, N° 3, pp. 478-485,
- Klein, A (1998), “Firm Performance and Board Committee Structure”, *Journal of Law and Economics*, 41 (1), 275-99
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A., Vishny R. (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A., Vishny R. (1999), “Investor Protection and Corporate Valuation” , *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
- Lombardo D., Pagano M. (2000), “Legal Determinants of the Return on Equity”, Working Paper n° 193, Stanford Law School.
- Matos, Pedro Verga (2007), “A Importância dos Investidores Institucionais na Evolução dos Modelos de Governo das Empresas na Europa, Tese de Doutoramento em Ciências Empresariais, FEP – Universidade do Porto.
- Marris, R. (1964), “The Economic Theory of Managerial Capitalism”, (New York: Free Press of Glencoe).
- McKinsey&Company (2002), “Global Investor Opinion Survey”.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis“, *Journal of Financial Economics*, 20 (1), 293-315.
- Shin, H., Stulz, R (2000), “Firm Value, Risk, and Growth Opportunities”, Dice Center Working Paper, N° 2000-8
- Shleifer, A., Vishny R. (1989), “Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, 25, 123-140.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance* 52, 737-783

Williamson, O. (1985), “The Economic Institutions of Capitalism”, (Free Press, New York).

Yermack, D. (1996), “Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 185-212.